

## Vài nét về doanh nghiệp

GDA là doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất thép tôn mạ (chiếm hơn 15% thị phần tôn mạ năm 2023) với cơ cấu thị trường đa dạng tại như thị trường nội địa và những quốc gia lớn trên thế giới như Mỹ, EU, ASEAN.

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá mục tiêu	<b>33.000</b>
Tiềm năng tăng giá	16%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	3%
Tỷ suất sinh lời	19%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Vật liệu xây dựng
Thị giá (28/10/2024)	28.40
Biến động 1 năm	21,40-36,40
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	178.234
Vốn hóa (Tỷ đồng)	3.257
P/E	9,1x
P/B	0,82x
%NN sở hữu	20,63%

### Diễn biến giá



	1T	3T	12T
GDA	0%	-14%	22%
VNindex	4%	9%	12%

### Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	42%
Quý ngoại	5%

### Chuyên viên phân tích

Vũ Thế Duyệt, CFA

[vtduyet@vcbs.com.vn](mailto:vtduyet@vcbs.com.vn) - 024 3936 6990 ext 7184

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

Bloomberg: VCBS <GO>

## ĐÓN GIÓ ĐÔNG

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **33.000 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 8x dựa trên bối cảnh phục hồi của ngành tôn mạ trong năm tới.

**CẬP NHẬT KQKD:** Trong Q3.2024, VCBS ước tính DT đạt khoảng 4.945 tỷ đồng (+21% yoy) và LNST đạt 99 tỷ đồng (+66% yoy, -42% qoq). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính dẫn tới việc doanh thu duy trì tích cực tới từ sản lượng tiêu thụ duy trì ở mức cao trong bối cảnh nhu cầu tại thị trường nội địa và xuất khẩu vẫn lành mạnh. Hiện nay doanh nghiệp chỉ tập trung vào dòng sản phẩm tôn mạ màu/tôn mạ kẽm với công suất tối đa 850.000 tấn/năm. Lợi nhuận duy trì tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ do nền lợi nhuận Q3.2024 rất thấp do tình hình ngành khó khăn tuy nhiên sụt giảm so với Q2.2024 do 1) Giá bán tôn mạ xuất khẩu sụt giảm so với Q2.2024; 2) Giá NVL đầu vào HRC tích trữ lớn trong Q1 và Q2.2024 ở mức giá cao do GDA đã tăng vay nợ mạnh để đầu cơ HTK; 3) Mùa tiêu thụ thấp điểm của Q3.2024 làm giảm sản lượng tiêu thụ.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Ngành tôn mạ khởi sắc nhờ chính sách bảo hộ được gia hạn và nhu cầu ẩm lên với ngành thép trên toàn cầu

Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép nội địa có mức hồi phục tương ứng khá tốt trong Q3.2024. Đối với ngành tôn mạ, tình hình cạnh tranh gay gắt với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc đã gây thiệt hại nặng nề với các doanh nghiệp nội địa. Vào ngày 24.10.2024, Bộ Công Thương đã chính thức ra quyết định áp thuế chống bán phá giá đối với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc với các doanh nghiệp với mức thuế từ 2,56 – 34,27%. VCBS cho rằng đây là động lực giúp các doanh nghiệp tôn mạ trong nước tiếp tục gia tăng sản lượng tiêu thụ nội địa trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ đang tăng lên nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng như đã phân tích trong báo cáo ngành thép gần nhất của VCBS.

#### Nhà máy mới dự kiến khởi công cuối năm 2024 giúp gia tăng công suất tôn mạ trong chu kỳ tăng trưởng mới của ngành thép

GDA dự kiến sẽ đầu tư nhà máy tôn mạ mới công suất khoảng 1,2 triệu tấn tôn mạ/năm với tổng mức đầu tư lên tới 7.000 tỷ đồng. Sản phẩm của dự án hướng tới thép tôn chất lượng cao sản xuất đồ gia dụng và nội thất được đầu tư gói đầu thành 3 giai đoạn cho tới năm 2029 để duy trì đà tăng trưởng của GDA. VCBS nhận thấy khả năng tiêu thụ tôn của GDA rất tốt sau khi xây xong nhà máy, chỉ sau khoảng 2-3 năm đã có thể hoạt động gần hết công suất nhờ vào 1) Sản phẩm tôn chất lượng cao phù hợp với thị hiếu những khách hàng lâu năm tại thị trường xuất khẩu; 2) Khách hàng lâu năm hợp tác với GDA tại Mỹ và EU.

#### Định giá tương đối rẻ so với mặt bằng chung của ngành

Hiện nay GDA đang giao dịch với mức P/E và P/B trailing lần lượt là 9x và 0,85x lần, mức rẻ hơn tương đối so với ngành ở mức 11x và 1,2x lần. VCBS đánh giá với triển vọng tươi sáng hơn của ngành tôn nhờ nội tại ngành tốt lên và được hỗ trợ bởi chính sách bảo hộ, GDA với khả năng kinh doanh ổn định, khả năng tạo dòng tiền tốt đang được giao dịch với mức giá khá rẻ so với doanh nghiệp cùng ngành.

Chỉ tiêu tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Tăng trưởng DT	104,37%	-14,44%	-19,34%	13,54%	6,04%
Tăng trưởng LNST	322,92%	-122,86%	-202,57%	62,59%	21,75%
TS LN gộp (%)	11,05%	5,46%	6,48%	8,22%	8,5%
ROE – TTM (%)	12,5%	41,2%	-8,0%	8,0%	11,91%
EPS - TTM (đồng)	10.089	(2.466)	2.473	4.021	4.896

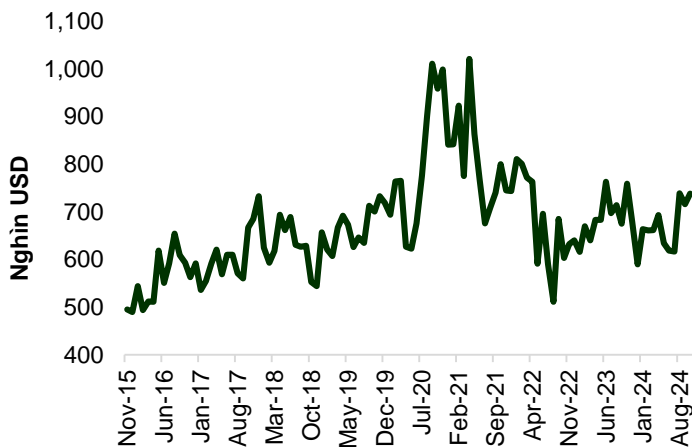
**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 9T.2024**
**Tóm tắt biến động kinh doanh 9T.2024 (Ước tính)**

Tiêu chí	Q3.2023	Q3.2024	% YOY	Luỹ kế 2023	Luỹ kế 2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	4.087	4.945	21%	12.813	15.031	17%	Doanh số phục hồi mạnh mẽ nhờ nhu cầu thị trường nội địa và xuất khẩu đều tích cực. Sản lượng tiêu thụ nội địa 9T.2024 đạt 258 nghìn tấn (+13% yoy), sản lượng xuất khẩu đạt 408 nghìn tấn (+28% yoy).
LNST	60	99	66%	264	366	39%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện so với cùng kỳ do sản lượng tiêu thụ tăng mạnh giúp tối ưu công suất.
<b>Sản lượng</b>							
- Tôn mạ	189.000	228.409	21%	565.742	666.378	18%	Sản lượng hồi phục tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Thị trường xuất khẩu tăng trưởng mạnh nhờ vào sự phục hồi của thị trường BĐS Mỹ và EU khi đây là 2 thị trường chiếm tới gần 80% tiêu thụ xuất khẩu của GDA

**Giá thép dự báo tạo đáy và có thể quay trở lại chu kỳ tăng trưởng trong tương lai nhờ vào chính sách kích thích quyết liệt của Trung Quốc. Lợi nhuận xuất khẩu thu hẹp trong Q3.2024 tuy nhiên có xu hướng phục hồi**

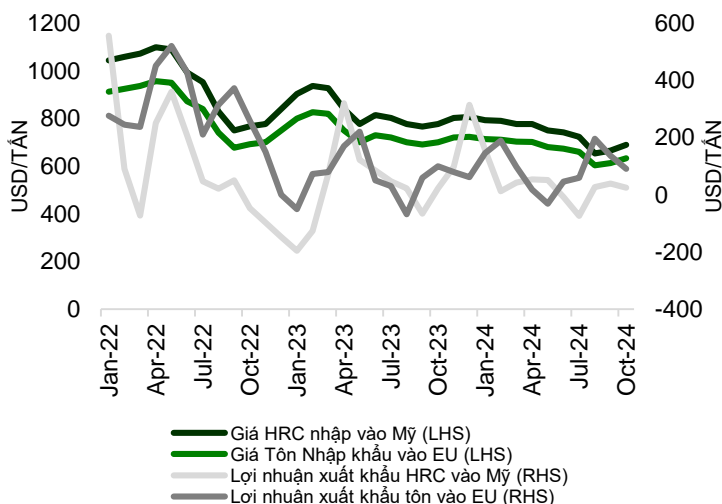
**Như trong báo cáo cập nhật HPG 9T.2024, VCBS cho rằng giá thép khả năng rất cao đã tạo đáy và bắt đầu đi vào chu kỳ tăng giá trở lại trong vài năm tới** nhờ vào các chính sách kích thích thị trường Bất động sản mạnh mẽ trở lại được phát động kể từ Q3.2024. VCBS cho rằng áp lực cạnh tranh mạnh của thép xuất khẩu Trung Quốc trên thị trường quốc tế sẽ được giảm đi và tạo tiền đề cho các DN xuất khẩu của VN gia tăng lợi nhuận. VCBS nhận thấy rủi ro có những đợt sụt giảm mạnh >10% của giá thép có xác suất xảy ra rất thấp, vì vậy các doanh nghiệp tôn mạ có thể có môi trường kinh doanh thuận lợi hơn khi tích trữ lượng lớn hàng tồn kho để đầu cơ.

**Hình 1: Doanh số nhà ở mới tại Mỹ phục hồi ấn tượng nhờ lãi suất giảm**



Nguồn: FRED

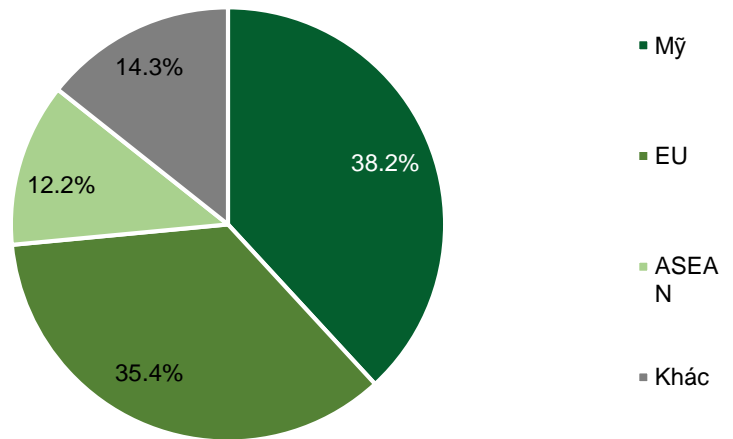
**Hình 2: Ước tính lợi nhuận xuất khẩu thép vào Mỹ và EU của DN**



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

VCBS nhận thấy mặc dù mức gap lợi nhuận xuất khẩu của các doanh nghiệp Việt Nam tới EU và Mỹ sụt giảm trong Q3.2024 tuy nhiên đã có dấu hiệu tạo đáy và hồi phục tốt sau những thông tin của gói cứu trợ ngành BĐS Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng KQKD Q3.2024 chậm lại là bàn đạp cho KQKD các quý tiếp theo phục hồi.

**Hình 3: Cơ cấu thị trường xuất khẩu của GDA tại các thị trường chính**



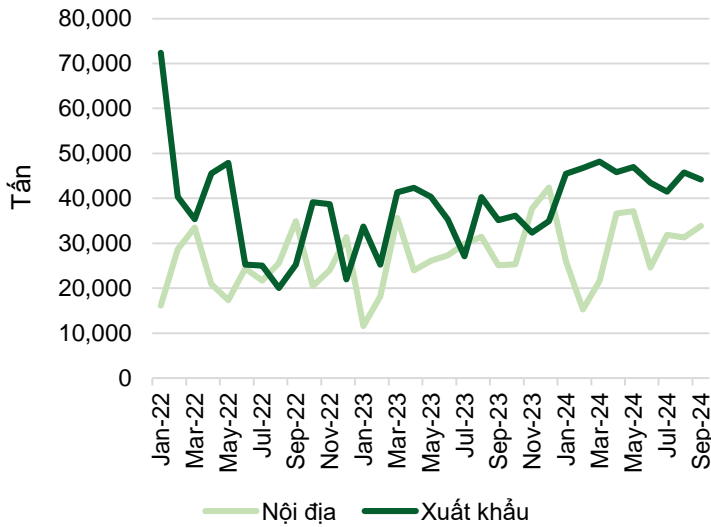
Nguồn: Tổng cục Hải quan, VCBS Ước tính

Hiện nay xu thế áp dụng bảo hộ cho ngành thép trong nước của các quốc gia đang trở nên nhiều hơn, đặc biệt là Mỹ và EU. Theo ước tính của VCBS, EU và Mỹ chiếm gần 80% tiêu thụ của GDA vì vậy các biện pháp phòng vệ thương mại sẽ tác động tới khả năng xuất khẩu của GDA trong tương lai. VCBS cho rằng GDA sẽ không bị ảnh hưởng nhiều do nguyên liệu HRC đầu vào để xuất khẩu tới Mỹ và EU luôn tới từ các nước không bị Mỹ và EU truy nguồn gốc xuất xứ như Nhật Bản, Hàn Quốc... VCBS cho rằng rủi ro chính tới từ việc GDA tiêu thụ quá tập trung vào Mỹ và EU và duy trì tỷ trọng kênh xuất khẩu quá lớn trên tổng tiêu thụ của doanh nghiệp (Trên 65% tiêu thụ tôn mạ tới từ kênh xuất khẩu – so với mức 40-50% của HSG và NKG). VCBS kỳ vọng chính sách áp thuế CBPG tôn mạ Trung Quốc và Hàn Quốc có thể giúp GDA gia tăng tỷ trọng tiêu thụ nội địa và giảm thiểu rủi ro từ kênh xuất khẩu trong bối cảnh còn có những rủi ro nhất định về kinh tế thế giới.

**Doanh số trong Q3.2024 duy trì đà tăng trưởng nhờ sự phục hồi của thị trường nội địa và xuất khẩu**

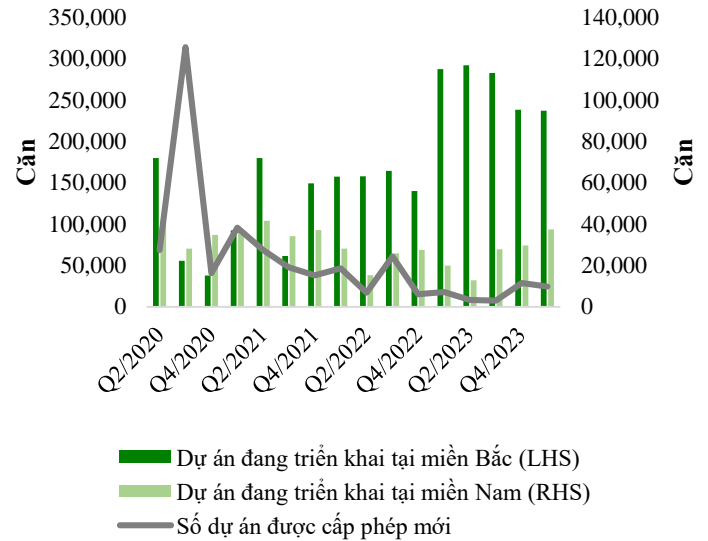
**Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép của GDA hồi phục mạnh** trong bối cảnh nhu cầu BĐS dân dụng trong nước có sự phục hồi đáng kể trong năm 2024. Ngoài ra, nhu cầu đến từ kênh xuất khẩu cũng hỗ trợ cho đà phục hồi của sản lượng tiêu thụ do thị trường BĐS nhà ở Mỹ có tốc độ hồi phục nhanh chóng.

**Hình 4: Sản lượng tiêu thụ thép GDA theo tháng**



Nguồn: GDA

**Hình 5: Nguồn cung BĐS tại Việt Nam**

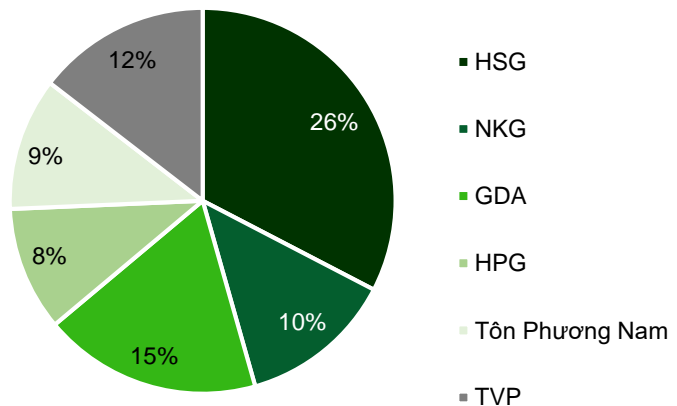


Nguồn: Bộ Xây dựng

**Thuận lợi tới từ thuế Chống bán phá giá tôn mạ thép Trung Quốc và Hàn Quốc chính thức được thực thi**

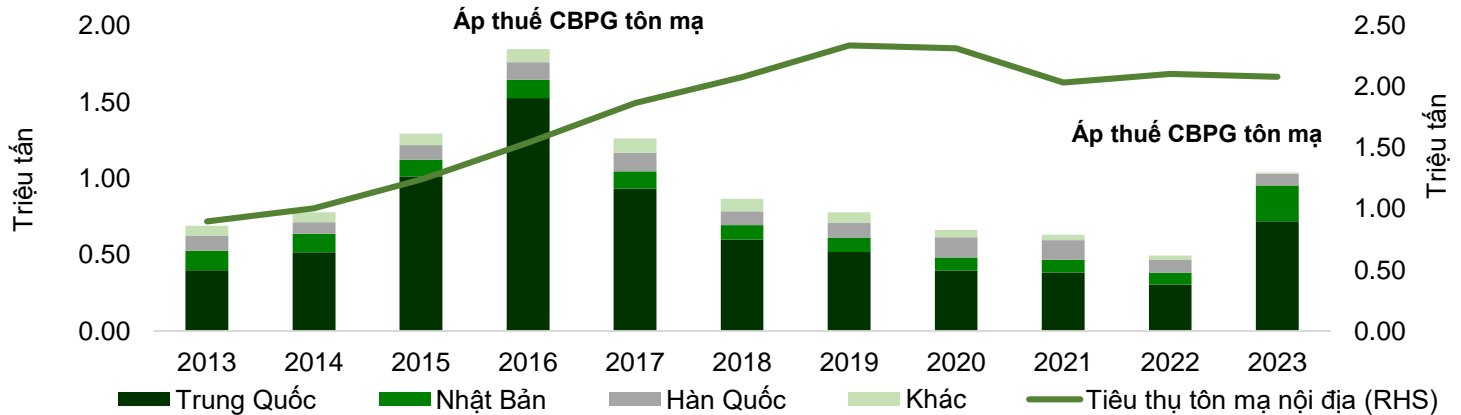
Sau khoảng thời gian gần 6 tháng điều tra, vào ngày 24.10.2024, Bộ Công Thương đã chính thức ra quyết định áp thuế chống bán phá giá đối với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc với các doanh nghiệp với mức thuế từ 2,56 – 34,27%. Chúng tôi cho rằng đây là thông tin tác động rất tích cực đối với doanh nghiệp tôn mạ trong nước nhờ vào 1) Thúc đẩy sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa; 2) Cải thiện BLNG do giảm cạnh tranh giá bán với thép Trung Quốc giá rẻ.

**Hình 6: Thị phần tiêu thụ tôn mạ nội địa**



Nguồn: Fiipro

**Hình 7: Sản lượng nhập khẩu tôn mạ của Việt nam theo AD19**

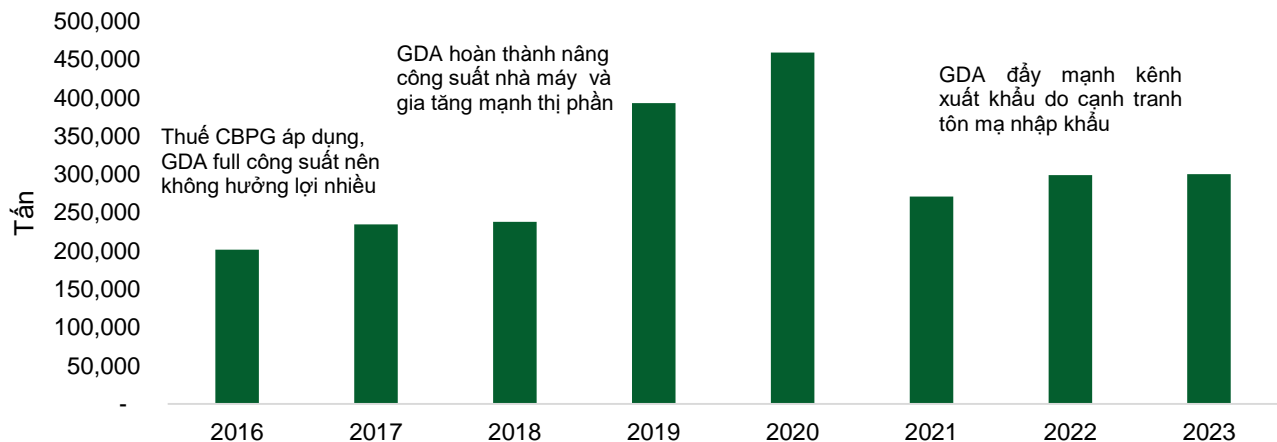


Nguồn: Tổng cục Hải Quan

Hiện nay tiêu thụ tôn mạ nội địa khoảng trên 2 triệu tấn/năm, trong khi tổng nhập khẩu tôn mạ theo AD19 lên tới gần 1,2 triệu tấn/năm và 80% sản lượng nhập khẩu tới từ Trung Quốc và Hàn Quốc. VCBS cho rằng tác động sau khi áp dụng thuế CBPG với sản phẩm tôn mạ có thể giúp sản lượng nội địa tăng thêm khoảng 15-20% mức hiện tại – tương đương khoảng 600.000 tấn tôn mạ (phần tăng thêm của sản lượng thép Trung Quốc và Hàn Quốc mất đi sau khi thuế được áp dụng).

Sau khi chính sách CBPG được áp dụng thành công, tổng sản lượng nhập khẩu tôn mạ vào VN tới năm 2022 chỉ còn 1/3 và đạt khoảng 600 ngàn tấn. Đối với riêng GDA trong giai đoạn này, sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa tăng khoảng 20% sau 2 năm do hạn chế về công suất nhà máy tuy nhiên sản lượng nội địa tăng mạnh 100% sau khi nhà máy đi vào vận hành. Vì vậy, VCBS cho rằng tiêu thụ tôn mạ nội địa của các DN tôn mạ như GDA sẽ khởi sắc trong những năm tới nhờ câu chuyện gia tăng công suất, đặc biệt trong bối cảnh GDA hiện thị phần chiếm tới 15% thị trường nội địa chỉ và chỉ đứng sau HSG.

**Hình 8: Tiêu thụ tôn mạ nội địa của GDA**

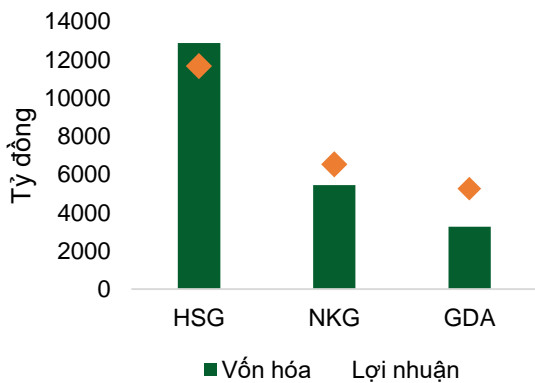


Nguồn: GDA

**Định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành tạo ra biên an toàn lớn**

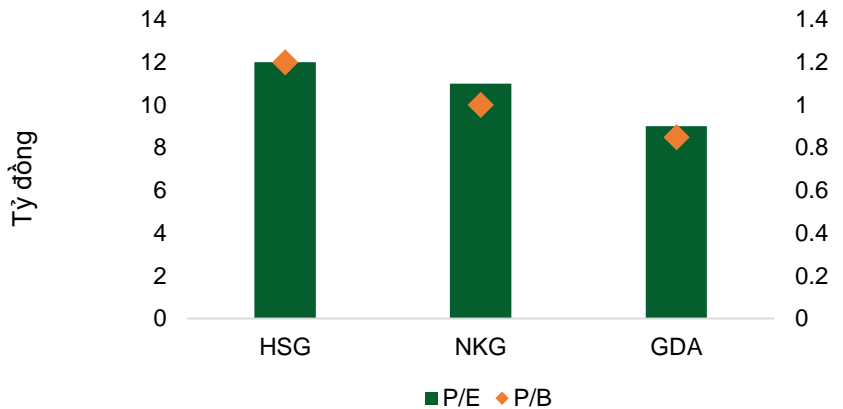
**GDA hiện nắm giữ thị phần tôn mạ số 2 tại thị trường nội địa và thứ 3 tại kênh xuất khẩu.** Sản lượng tiêu thụ và quy mô doanh thu, lợi nhuận khá tương đồng so với NKG. Tuy nhiên, vốn hóa của GDA hiện tại đạt 3.268 tỷ đồng trong khi HSG đạt 12.800 tỷ đồng và NKG đạt 5.448 tỷ đồng. Các chỉ số P/E và P/B khác cũng thấp hơn khoảng 20% so với NKG và HSG. VCBS cho rằng với vị thế tài chính lành mạnh và khả năng duy trì hoạt động kinh doanh với dòng tiền tốt, GDA đang được giao dịch tương đối hấp dẫn so với các doanh nghiệp ngành tôn mạ.

**Hình 9: Tương quan vốn hóa và lợi nhuận của doanh nghiệp tôn mạ**



Nguồn: Fiinpro

**Hình 10: Tương quan định giá của doanh nghiệp tôn mạ**



Nguồn: Fiinpro

**Thông tin khác**

Công ty dự kiến đầu tư nhà máy tôn mạ chất lượng cao mới tại Bà Rịa – Vũng Tàu với công suất thiết kế 1,2 triệu tấn/năm, tổng mức đầu tư 7.000 tỷ đồng chia làm 3 giai đoạn: giai đoạn 1 sản xuất 350 nghìn tấn/năm (dự kiến đi vào hoạt động 2026); giai đoạn 2 sản xuất 200 nghìn tấn/năm (dự kiến hoạt động năm 2027); giai đoạn 3 sản xuất 650 nghìn tấn/năm (dự kiến hoạt động 2029). Công ty với chiến lược đầu tư cuốn chiếu gia tăng công suất trong bối cảnh doanh nghiệp đang hoạt động hết công suất và tránh rủi ro đầu tư quá lớn trong ngắn hạn. VCBS đánh giá khả năng tiêu thụ của GDA là rất tốt với tệp khách hàng trung thành tại thị trường nội địa và xuất khẩu. Ngoài ra, VCBS cho rằng với dòng tiền CFO lành mạnh trung bình khoảng 700 tỷ đồng/năm, lượng tiền mặt lớn lên tới 3.200 tỷ đồng có sẵn, GDA sẽ không gặp nhiều khó khăn về tình hình tài chính khi đầu tư dự án này.

**DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ**

**Một số giả định chính trong dự báo KQKD**

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Nguyên nhân
<b>Giá bán (đồng/kg)</b>						
Tôn mạ	27.300	25.300	-7%	26.000	3%	Giá thép tạo đáy và phục hồi. Kịch bản cơ sở giá thép chưa đi vào uptrend lớn do các chính sách kích thích cần thời gian thẩm thấu.
HRC	14.000	12.400	-11%	13.000	5%	

**Sản lượng (tấn)**

Tôn mạ	774.581	900.000	16%	925.000	9%	Gia tăng sản lượng nội địa nhờ chính sách CBPG đi vào thực thi. Kênh xuất khẩu có thể gặp bất lợi do các nước gia tăng ưu tiên ngành sản xuất nội địa hơn nhập khẩu. Hoạt động Full công suất nhà máy hiện tại nên khó để tăng thêm mạnh sản lượng.
LNST	284	435	53%	508	17%	LNST gia tăng nhờ tăng tỷ lệ tiêu thụ nội địa với BLNG cao hơn.

**Định giá**

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **33.000 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 8x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50/50.

**Giả định tính toán hệ số chiết khấu:**

Chi phí VCSH = 13,72% theo CAPM ( $R_f = 3,2\%$ , Risk premium = 10,52%, beta = 1)

Chi phí vay = 8%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 11,52%

**Định giá bằng FCFF:**

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F
LNST	461	561	600	745
Khấu hao	345	453	544	515
Thay đổi WC	(950)	238	31	(149)
CAPEX	(182)	(1,758)	(709)	(709)
Lãi vay	445	383	447	499
<b>FCFF</b>	<b>30</b>	<b>(199)</b>	<b>825</b>	<b>802</b>
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>			<b>5.908</b>	
<b>Trừ: Vay nợ ròng</b>			<b>1.966</b>	
<b>Giá trị VCSH</b>			<b>3.942</b>	
<b>Số lượng CPLH (tr.cp)</b>			<b>114.691.510</b>	
<b>Định giá</b>			<b>34.000</b>	

**Thông số tính toán: P/E**

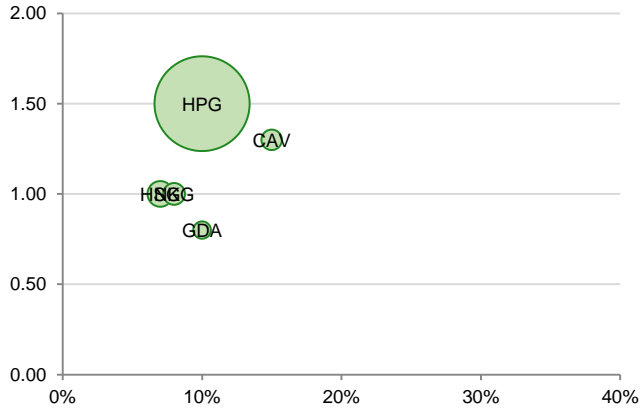
Trung bình lịch sử: 8x

**Định giá bằng phương pháp so sánh P/E**

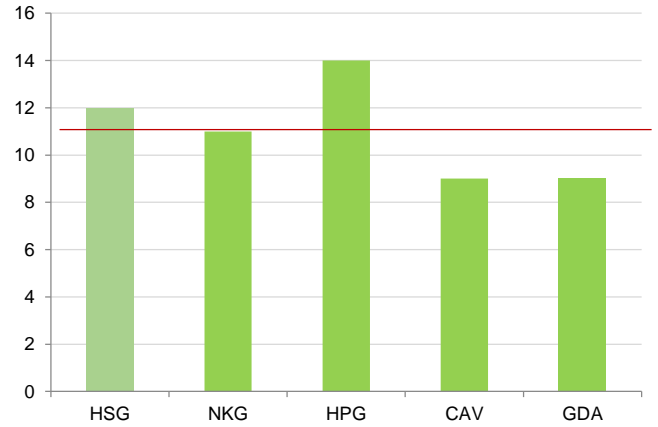
Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2024 (tỷ đồng)	461
P/E áp dụng (trung bình/trung vị/lịch sử)	8x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	3.688
Số lượng CPLH (tr.cp)	<b>114.691.510</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>32.000</b>

**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

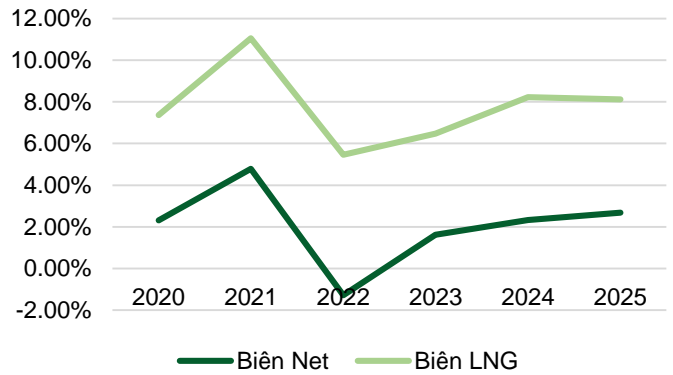
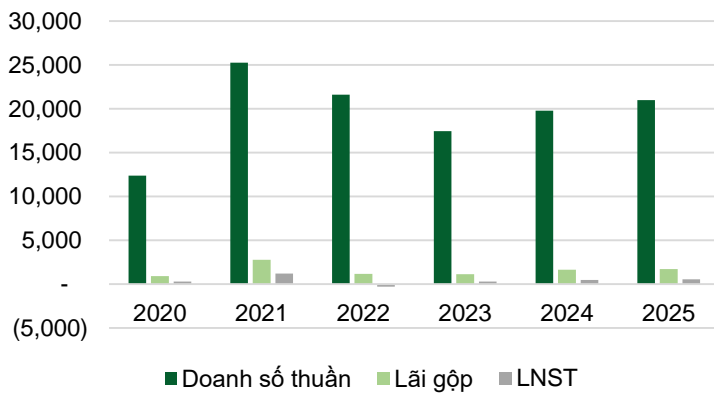
**Tương quan P/B và ROE**



**P/E ngành**



**KẾT QUẢ KINH DOANH**





<b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Doanh thu</b>	12,361	25,262	21,614	17,435	19,795	20,991
GVHB	(11,450)	(22,470)	(20,433)	(16,305)	(18,167)	(19,286)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	911	2,792	1,181	1,129	1,628	1,705
Chi phí bán hàng	(292)	(1,212)	(1,245)	(764)	(868)	(920)
Chi phí QLDN	(97)	(109)	(141)	(63)	(111)	(105)
<b>EBIT</b>	521	1,471	(204)	302	650	679
Doanh thu tài chính	95	266	407	378	416	474
Chi phí tài chính	(271)	(258)	(504)	(371)	(530)	(501)
Lợi nhuận khác	3	25	8	(10)	(11)	(12)
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	348	1,503	(293)	306	540	658
Chi phí thuế TNDN	(62)	(294)	16	0	(79)	(96)
<b>LNST</b>	286	1,210	(277)	284	461	561
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	(0)	(0)	(0)
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	286	1,210	(277)	284	461	561
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2,699	10,089	(2,466)	-	771	939

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	379	544	830	1,194	1,506	363
Các khoản đầu tư ngắn hạn	659	1,625	1,162	2,156	2,375	2,099
Các khoản phải thu	1,584	2,520	1,965	1,987	2,053	2,178
Hàng tồn kho	2,326	4,427	3,291	3,127	3,982	3,708
Tài sản ngắn hạn khác	89	165	163	209	168	171
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>5,037</b>	<b>9,281</b>	<b>7,410</b>	<b>8,673</b>	<b>10,085</b>	<b>8,519</b>
Tài sản cố định	2,933	2,834	2,541	2,247	1,998	3,303
Các khoản đầu tư dài hạn	-	200	31	271	307	326
Tài sản dài hạn khác	364	333	324	352	396	419
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3,297</b>	<b>3,367</b>	<b>2,895</b>	<b>2,870</b>	<b>2,702</b>	<b>4,048</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>8,334</b>	<b>12,648</b>	<b>10,306</b>	<b>11,542</b>	<b>12,787</b>	<b>12,566</b>
Các khoản phải trả	1,476	2,352	1,264	1,328	1,479	1,571
Vay nợ ngắn hạn	2,658	3,828	5,266	5,804	6,358	5,468
Nợ ngắn hạn khác	1,023	2,566	236	747	823	870
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>5,157</b>	<b>8,745</b>	<b>6,766</b>	<b>7,879</b>	<b>8,661</b>	<b>7,908</b>
Vay nợ dài hạn	693	451	35	44	-	-
Nợ dài hạn khác	61	-	56	-	-	-
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>754</b>	<b>451</b>	<b>91</b>	<b>44</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>5,911</b>	<b>9,196</b>	<b>6,857</b>	<b>7,923</b>	<b>8,661</b>	<b>7,908</b>
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	1,439	1,488	1,981	1,981	1,981	1,981
Lợi nhuận chưa phân phối	978	1,959	1,462	1,630	2,141	2,673
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-	-
Vốn khác	5	5	5	8	4	4
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>2,423</b>	<b>3,452</b>	<b>3,449</b>	<b>3,619</b>	<b>4,126</b>	<b>4,658</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>8,334</b>	<b>12,648</b>	<b>10,306</b>	<b>11,542</b>	<b>12,787</b>	<b>12,566</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	1,195	665	(1,104)	253	193	1,219
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(416)	(1,221)	(68)	(267)	(391)	(1,472)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(586)	722	1,460	379	511	(891)
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>193</b>	<b>166</b>	<b>288</b>	<b>364</b>	<b>312</b>	<b>(1,143)</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	186	379	544	830	1,194	1,506
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>379</b>	<b>544</b>	<b>830</b>	<b>1,194</b>	<b>1,506</b>	<b>363</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

**MUA** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 06 tháng tới

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 06 tháng tới

**BÁN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 06 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)

**Lê Đức Quang, CFA**

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

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

**Vũ Thế Duyệt**

Chuyên viên phân tích

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

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

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

Bloomberg: VCBS <GO>