

## Vài nét về doanh nghiệp

TV2 là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực tư vấn, thiết kế, tổng thầu EPC, quản lý vận hành nhà máy điện (O&M). Bên cạnh đó, TV2 cũng tích cực đầu tư những dự án trong lĩnh vực năng lượng.

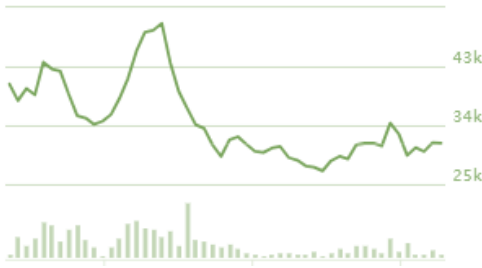
## Khuyến nghị

Giá mục tiêu (12/02/2025)	<b>33.600</b>
Tiềm năng tăng giá	8%

## Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Điện
Thị giá (12/02/2025)	31.25
Biến động 1 năm	26.45-51.44
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	0.55
Vốn hóa (Tỷ đồng)	2.110
P/E	37,2
P/B	1,6

## Diễn biến giá



	1T	3T	12T
TV2	6%	7%	-24%
VNindex	2%	0%	6%

## Tỷ lệ sở hữu

EVN	51%
Khác	49%

## 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>

## DOANH NGHIỆP TƯ VẤN ĐIỆN HÀNG ĐẦU

### ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi vẫn duy trì giá mục tiêu TV2 ở mức **33.600 đồng/cp** (upside +8%) như trong “Báo cáo ngành điện 1H2025” mà chúng tôi công bố tháng 12/2024. Chúng tôi đánh giá triển vọng TV2 trong năm 2025 như sau (1) Mạng tư vấn, thiết kế, EPC chưa phục hồi mạnh trong ngắn hạn do vắng bóng các dự án lớn; (2) Mạng O&M nhà máy điện có doanh thu tương đối đều đặn và có nhiều dự địa phát triển; (3) Các khoản đầu tư vào công ty LDLK của TV2 có hiệu quả cao.

### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

**Trong năm 2025, VCBS kỳ vọng TV2 tiếp tục hoạt động ổn định và có sự tăng trưởng nhẹ. Triển vọng của các mảng kinh doanh như sau:**

- **Mạng tư vấn, thiết kế, EPC chưa phục hồi mạnh trong ngắn hạn do vắng bóng các dự án lớn.** Mặc dù vậy, TV2 vẫn tích cực tìm kiếm các hợp đồng khác trong lĩnh vực thế mạnh. Về dài hạn, VCBS đánh giá TV2 vẫn là doanh nghiệp được hưởng lợi trong xu hướng đầu tư mạnh mẽ vào nguồn điện và lưới điện.
- **Mạng O&M nhà máy điện có dòng doanh thu ổn định và còn dư địa tăng trưởng.** Công suất quản lý lũy kế của TV2 ước đạt 6,3 GW, đóng góp hằng năm từ 400-500 tỷ đồng doanh thu. TV2 đặt kế hoạch sẽ đạt doanh thu khoảng 1.000 tỷ đồng sau năm 2026. VCBS kỳ vọng TV2 sẽ ký thêm khoảng 700 MW công suất quản lý trong năm 2025.
- **Cơ cấu tài chính lành mạnh và các khoản đầu tư có hiệu suất cao là ưu điểm của TV2.** TV2 vay nợ thấp giúp lợi nhuận của doanh nghiệp không bị bào mòn quá nhiều bởi chi phí lãi vay. Bên cạnh đó, TV2 cũng đa dạng hóa đầu tư vào lĩnh vực năng lượng tái tạo. Các dự án của TV2 đầu tư vào thường có hiệu quả cao, VCBS ước tính IRR của các dự án đều trên 12%.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.061	1.336	1.345
+/-%	-20%	26%	1%
LNST (tỷ đồng)	53	65	66
+/-%	0%	23%	2%
Nợ/TTS (%)	8%	6%	6%
TS LN gộp (%)	20%	14%	15%
EPS - TTM (đồng)	785	963	978

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

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/2024	YoY	2024	YoY	KH 2024 TV2	%Đạt KH	%Dự phóng VCBS	Thuyết minh
<b>Doanh thu</b>	<b>444</b>	<b>-24%</b>	<b>1.336</b>	<b>26%</b>	<b>1.271</b>		<b>104%</b>	<b>Doanh thu chủ yếu giảm từ mảng EPC, tư vấn và O&amp;M</b>
<i>EPC, tư vấn, O&amp;M</i>	375	-27%	1.216	25%			104%	<i>Doanh thu Q4/2024 chủ yếu đến từ dự án NMD Sinh khối Hậu Giang (khoảng 115 tỷ đồng) và các dự án điện khác.</i>
<i>Gia công cơ khí</i>	62	1%	99	38%			105%	
<i>Khác</i>	6	55%	21	7%			91%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>64</b>	<b>-41%</b>	<b>193</b>	<b>-8%</b>			<b>100%</b>	
<i>EPC, tư vấn, O&amp;M</i>	55	-44%	177	-10%			98%	<i>Do doanh thu của việc thầu EPC chiếm tỷ trọng lớn kéo biên lợi nhuận gộp giảm 500 bpts về mức 14% làm giảm LNG mảng EPC, tư vấn và O&amp;M mặc dù doanh thu tăng</i>
<i>Gia công cơ khí</i>	7	-3%	9	32%			100%	
<i>Khác</i>	2	-54%	7	25%			175%	
<b>LNST</b>	<b>20</b>	<b>43%</b>	<b>65</b>	<b>22%</b>	<b>66</b>		<b>94%</b>	<b>LNST ghi nhận tăng trưởng mạnh nhờ giảm chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 34% YoY do ghi nhận chi phí dự phòng -14 tỷ đồng.</b>
Biên lợi nhuận								
<i>Biên LNG</i>	14%	-500 bpts	14%	-600 bpts				
<i>Biên LNR</i>	5%	-500 bpts	5%	0	5%			

Nguồn: TV2, VCBS ước tính

**KQKD TV2 năm 2024 có sự cải thiện về doanh thu và LNST**

**Doanh thu năm 2024 ghi nhận 1.336 tỷ đồng (+26% YoY)** chủ yếu đến từ doanh thu từ hợp đồng EPC của NMD Biomass Hậu Giang (ước tính khoảng 538 tỷ đồng), mảng O&M nhà máy điện ước tính đóng góp khoảng 400-500 tỷ đồng, các dự án truyền tải điện đóng góp khoảng 177 tỷ đồng. LNST đạt 65 tỷ (+22% YoY) tăng cùng chiều với doanh thu.

**Các dự án nổi bật của TV2 trong năm 2024**

**Trong năm 2024, mảng tư vấn, EPC của TV2 tập trung vào dự án Biomass Hậu Giang và đường dây 500kV mạch 3.**

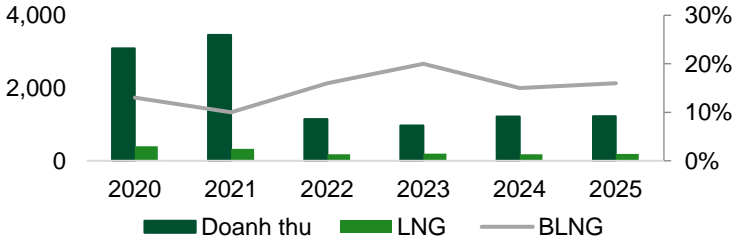
- Biomass Hậu Giang: Doanh thu lũy kế ghi nhận 785 tỷ đồng, dự án đã hòa đồng bộ tổ máy số 1 vào lưới điện quốc gia ngày 26/1/2025.
- Đường dây 500 kV mạch 3 đã khánh thành vào ngày 29/8/2024.

**Đối với mảng O&M**, doanh thu đóng góp của mảng này ước tính khoảng 480 tỷ đồng, tổng công suất O&M lũy kế ước đạt 6,3 GW (+31% YoY). Trong năm 2024, TV2 đã ký được các hợp đồng O&M nổi bật sau:

- Nhà máy nhiệt điện than Duyên Hải 2 (1320 MW).
- Nhà máy thủy điện Houay Langhe (60MW).
- Ba nhà máy điện mặt trời tổng công suất 110 MWp. Cụ thể là: ĐMT Tân Châu 1, ĐMT Trí Việt 1 (30 MWp), ĐMT Bách Khoa Á châu 1 (30 MWp).

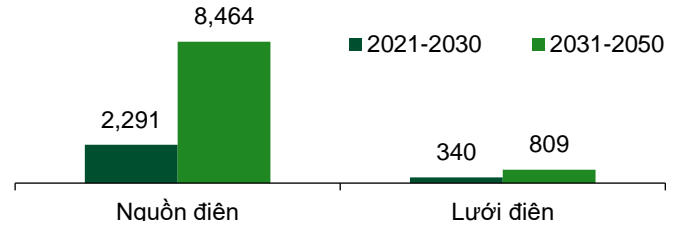
## TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

### Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng tư vấn, thiết kế, EPC và O&M



Nguồn: TV2, VCBS

### Vốn đầu tư phát triển điện lực quốc gia (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: QHĐ8, VCBS

**Mảng tư vấn, thiết kế, EPC có triển vọng tích cực trong dài hạn. Tuy nhiên, khối lượng công việc trong ngắn hạn tương đối kém khả quan**

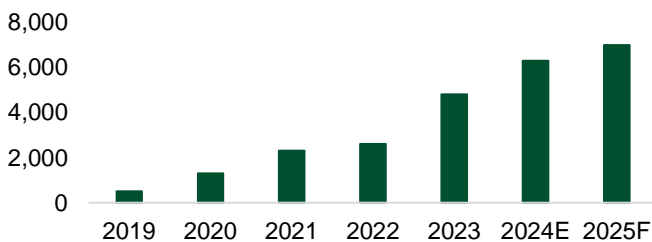
Sau khi Bộ Công thương thông báo chấm dứt hợp đồng BOT dự án Sông Hậu 2 vào ngày 1/7/2024, chúng tôi hiện chưa ghi nhận TV2 ký các hợp đồng lớn. Trong khi đó, TV2 vẫn đang tích cực tìm kiếm các cơ hội khác, các hợp đồng nổi bật vừa qua của TV2 có thể kể đến như:

- Hợp đồng tư vấn thực hiện gói thầu EPC Dự án cấp điện cho huyện Côn Đảo, tổng mức đầu tư của dự án khoảng 4.925 tỷ đồng.
- Hợp đồng tư vấn khảo sát, lập thiết kế kỹ thuật, cho dự án Nhà máy thủy điện Trị An mở rộng, tổng mức đầu tư dự án khoảng 3.925 tỷ đồng.
- Hợp đồng dịch vụ tư vấn khảo sát xây dựng, lập Thiết kế kỹ thuật – Dự toán, Bản vẽ thi công, ... cho dự án Đường dây 500kV Vũng Áng - rẽ Hà Tĩnh - Đà Nẵng (Mạch 3, 4), tổng mức đầu tư dự án khoảng 673 tỷ đồng.

**Về triển vọng tư vấn, EPC điện**, theo QHĐ8, nhu cầu tăng trưởng tiêu thụ điện trong dài hạn được dự phóng ở mức 9%, tổng mức đầu tư khoảng 2.291 nghìn tỷ đồng cho nguồn điện và 340 nghìn tỷ đồng cho lưới điện trong giai đoạn 2021-2030. **Chúng tôi cho rằng mảng tư vấn, thiết kế và tổng thầu EPC của TV2 sẽ hưởng lợi trong dài hạn.**

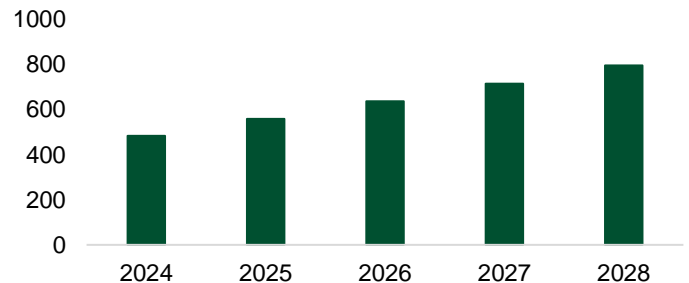
Chúng tôi nhận thấy hiện QHĐ 8 đang được lấy ý kiến, soạn dự thảo điều chỉnh. Trong trường hợp điều chỉnh QHĐ 8 theo hướng gia tăng công suất điện mặt trời và lưu trữ năng lượng, chúng tôi đánh giá TV2 là một trong những doanh nghiệp được hưởng lợi vì TV2 đã có kinh nghiệm tư vấn, phát triển các dự án điện mặt trời và lưu trữ năng lượng.

### Công suất lũy kế vận hành nhà máy điện (MW)



Nguồn: TV2, VCBS

### Dự phóng doanh thu mảng O&M (tỷ đồng)



Nguồn: TV2, VCBS

**TV2 kỳ vọng tăng trưởng mạnh với mảng O&M với vai trò doanh nghiệp đầu ngành**

**Dịch vụ vận hành của TV2 hiện tại quản lý khoảng 6,3GW công suất điện từ khoảng 40 dự án**, chúng tôi ước tính mảng này đóng góp doanh thu khoảng 480 tỷ. Chúng tôi nhận thấy rằng đây là mảng kinh doanh có mức biên lợi nhuận tương đối tốt và dòng tiền đều đặn. Theo chúng tôi tìm hiểu, TV2 là doanh nghiệp hàng đầu

trong phân khúc O&M các nhà máy điện tại Việt Nam. Với lợi thế khi xuất phát là doanh nghiệp tư vấn, TV2 đã đẩy mạnh áp dụng công nghệ như triển khai Trung tâm điều khiển PECC2 vận hành từ xa đối với các dự án NLTT (điện mặt trời, điện gió), ứng dụng robot vệ sinh tấm pin năng lượng mặt trời... giúp củng cố vị thế, tiết kiệm chi phí, mở rộng biên lợi nhuận.

Gần đây, TV2 đã ký hợp đồng O&M với nhà máy nhiệt điện Duyên Hải 2 (1.320 MW). Đây là hợp đồng có giá trị lớn và dự kiến đóng góp doanh thu dài hạn cho TV2. Trong thời gian tới, TV2 dự kiến sẽ đẩy mạnh phát triển mảng O&M khi đặt mục tiêu doanh thu mảng kinh doanh này vượt 1.000 tỷ sau năm 2026. **Chúng tôi đánh giá rằng việc TV2 đẩy mạnh mảng O&M là một bước đi mang tính chiến lược cao.** Bởi vì:

- (1) TV2 có năng lực cao đã được kiểm chứng với vị thế hàng đầu trong ngành.
- (2) Mảng kinh doanh có nhiều tiềm năng tăng trưởng khi nhu cầu phát triển nguồn điện ngày càng lớn.
- (3) Doanh thu ổn định, đều đặn giúp tăng trưởng bền vững cùng biên lợi nhuận tốt giúp dòng tiền TV2 vững chắc hơn.

**Chúng tôi dự phóng công suất danh mục quản lý của TV2 tăng thêm khoảng 700 MW trong năm 2025.** Về giá trị hợp đồng, chúng tôi kỳ vọng giá trị O&M cho mỗi dự án trong khoảng 1-2% tổng mức đầu tư của dự án. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng giá trị hợp đồng của mỗi dự án phụ thuộc vào nhiều yếu tố như khối lượng, phạm vi công việc, mức độ phức tạp, vòng đời dự án....

**Các dự án đầu tư của TV2 có nhiều tiềm năng**

**Tất cả các khoản đầu tư vào các dự án của TV2 đều thuộc trong lĩnh vực năng lượng tái tạo.** Trong đó nổi bật là hai nhà máy thủy điện Thác Bà 2 và Biomass Hậu Giang. Tuy nhiên, do sở hữu dưới 50% nên TV2 sẽ không hợp nhất doanh thu từ hai nhà máy điện này. Lưu ý, đối với Biomass Trà Vinh, chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình định giá vì dự án hiện tại vẫn đang ở bước hoàn thiện pháp lý.

Đối với các khoản đầu tư của TV2, chúng tôi đánh giá rằng đây những khoản đầu tư có hiệu suất cao với IRR ước tính trên 12%. Bên cạnh đó, việc góp vốn trong các dự án nhà máy điện đã tạo điều kiện cho TV2 có thể triển khai EPC cho nhà máy, điển hình là dự án Biomass Hậu Giang, giúp TV2 tích lũy kinh nghiệm để có thể triển khai các dự án khác trong thời gian tới.

Stt	Các dự án nổi bật	Công suất (MW)	Năm hoạt động	Giá điện (Uscent/kWh)	Sản lượng (triệu kWh)	Tỷ lệ sở hữu
1	ĐMT Vĩnh Tân	5MWp	2019	9.35	10	100%
2	ĐMT Sơn Mỹ 3.1	50MWp	2019	9.35	72	25%
3	Điện gió Tân Thuận	75 MW	2021	9.8	184	25%
4	Biomass Hậu Giang	20MW	2025	8.47	105	10%
5	Thủy điện Thác Bà 2	19MW	2025	N/A	70	45%
6	Biomass Trà Vinh	25MW	N/A	8.47	131	10%

Nguồn: TV2, VCBS ước tính và dự phóng

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

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

Tiêu chí	2024	YoY	2025	YoY	Thuyết minh
<b>Doanh thu</b>	<b>1.336</b>	<b>26%</b>	<b>1.345</b>	<b>1%</b>	
<i>EPC, tư vấn, O&amp;M</i>	1.216	25%	1.224	1%	Doanh thu năm 2025 của mảng EPC, thiết kế, tư vấn, O&M kỳ vọng đi ngang với giả định chính sau đây: <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Mảng EPC, tư vấn, thiết kế:</b> Kỳ vọng hợp đồng ký mới khoảng 500 tỷ đồng trong năm 2025.</li> <li><b>Mảng O&amp;M:</b> Công suất quản lý vận hành hằng năm tăng thêm khoảng 700 MW.</li> </ul>
<i>Gia công cơ khí</i>	99	38%	98	-1%	
<i>Khác</i>	21	11%	23	10%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>193</b>	<b>-8%</b>	<b>206</b>	<b>7%</b>	<b>Lợi nhuận gộp năm năm 2025 kỳ vọng cải thiện nhờ gia tăng doanh thu và biên LNG.</b>
<i>EPC, tư vấn, O&amp;M</i>	177	-10%	192	8%	LNG cải thiện nhờ biên LNG cải thiện
<i>Gia công cơ khí</i>	9	29%	10	11%	
<i>Khác</i>	7	40%	4	-43%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>65</b>	<b>23%</b>	<b>69</b>	<b>6%</b>	<b>Lợi nhuận ròng có sự tăng trưởng pha lợi nhuận gộp</b>
Biên lợi nhuận					
<i>Biên LNG</i>	14%		15%		
<i>Biên LNR</i>	5%		5%		

### Định giá

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu đạt **33.600 đồng/cp** như trong Báo cáo ngành điện 1H2025, dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và SOTP với tỷ trọng 50/50.

### Giá định tính toán hệ số chiết khấu:

### Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
NOPAT	72	73	92	109	117
Khấu hao	45	45	45	45	45
Thay đổi WC	124	227	34	-20	69
CAPEX	-15	-10	-10	-10	-10
<b>FCFF</b>	<b>226</b>	<b>335</b>	<b>161</b>	<b>124</b>	<b>221</b>
NPV giai đoạn 2024-2034F					1.067
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 0%)					1.253
Tổng giá trị doanh nghiệp					2.320
Trừ: Vay nợ ròng					80
Giá trị VCSH					2.336
Số lượng CPLH (tr.cp)					68
<b>Định giá</b>					<b>34.353</b>

**Định giá bằng phương pháp so sánh SOTP**

Tài sản	Phương pháp	Giá trị (tỷ VNĐ)
EPC, tư vấn, thiết kế	P/E	801
O&M	P/E	279
Điện mặt trời	DCF	343
Điện gió	DCF	509
Thủy điện	DCF	136
Điện sinh khối	DCF	144
<b>Tổng</b>		<b>2.212</b>
Số lượng CPLH (tr.cp)		68
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>32.864</b>

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

Kết quả kinh doanh	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	3.629	1.322	1.061	1.336	1.345
- Giá vốn hàng bán	-3.298	-1.136	-852	-1.143	-1.139
Lợi nhuận gộp	331	186	209	193	206
- Chi phí bán hàng	85	20	-2	-6	-6
- Chi phí quản lí DN	-135	-149	-137	-113	-134
Lợi nhuận HDKD	281	57	70	74	66
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	-2	9	6	-4	-3
- Lợi nhuận khác	65	3	-3	18	25
EBIT	344	69	73	88	88
- Chi phí lãi vay	-6	-6	-7	-8	-5
LNTT	338	63	66	80	83
- Thuế TNDN	-66	-10	-12	-15	-14
LNST	272	53	53	65	69
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LNST CĐ CT Mẹ	272	53	53	65	69
EPS (đ)	3.613	783	785	963	1.022
EBITDA	386	114	120	133	133
Tăng trưởng	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu	8%	-64%	-20%	26%	1%
LN HDKD	4%	-80%	23%	6%	-11%
LN Hợp nhất	4%	-81%	0%	23%	6%
LNST	4%	-81%	0%	23%	6%
EBIT	4%	-80%	6%	21%	0%
EPS	-50%	-78%	0%	23%	6%
Tổng tài sản	34%	-33%	-18%	-10%	10%
Nợ vay	113%	-19%	67%	-32%	-26%
VCSH	18%	-1%	-2%	-2%	7%
Khả năng sinh lời	2021	2022	2023	2024	2025F
Tỷ suất LNG	9%	14%	20%	14%	15%
Tỷ suất LNST	7%	4%	5%	5%	5%
ROE DuPont	20%	4%	4%	5%	5%
ROA DuPont	6%	2%	2%	3%	3%
Tỷ suất EBIT	9%	5%	7%	7%	7%
LNTT / LNST	124%	119%	125%	123%	120%
LNTT / EBIT	98%	91%	90%	91%	94%
Vòng quay TTS	0.8	0.4	0.4	0.6	0.6
Đòn bẩy tài chính	3.2	2.2	1.8	1.7	1.7
ROIC	18%	4%	4%	5%	5%
Hiệu quả hoạt động	2021	2022	2023	2024	2025F
Số ngày tồn kho	26	61	33	37	46
Số ngày phải thu	216	602	493	289	233
Số ngày phải trả	169	479	272	115	115
Luân chuyển tiền	73	184	254	211	164
COGS/Hàng tồn kho	14	6	11	10	8
An toàn tài chính	2021	2022	2023	2024	2025F
TT hiện hành	1,2	1,3	1,5	1,6	1,6
TT nhanh	1,1	1,3	1,4	1,4	1,5
TT tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Nợ / Tài sản	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Nợ / Vốn sử dụng	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ / Vốn CSH	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Khả năng TT lãi vay	57,3	11,5	10,4	11,0	17,6

Cân đối kế toán	2021	2022	2023	2024	2025F
Tài sản					
+ Tiền	320	198	127	200	352
+ ĐTTT ngắn hạn	194	146	145	103	269
+ Phải thu	2.734	1.628	1.241	872	847
+ Hàng tồn kho	300	84	72	157	121
+ Khác	67	41	24	33	40
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.614</b>	<b>2.098</b>	<b>1.610</b>	<b>1.365</b>	<b>1.629</b>
+ Tài sản dài hạn	444	466	445	428	394
+ Khấu hao lũy kế	-194	-237	-283	-328	-373
+ Tài sản dài hạn	0	0	0	0	0
+ ĐTTT dài hạn	356	402	382	399	399
+ Khác	51	23	24	14	14
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>851</b>	<b>891</b>	<b>851</b>	<b>841</b>	<b>807</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>4.465</b>	<b>2.989</b>	<b>2.461</b>	<b>2.206</b>	<b>2.436</b>
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	2.367	1.105	476	363	484
+ Vay ngắn hạn	136	124	207	141	105
+ Khác	536	367	404	365	417
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>3.039</b>	<b>1.596</b>	<b>1.087</b>	<b>869</b>	<b>1.006</b>
+ Vay dài hạn	17	0	0	0	0
+ Phải trả dài hạn	33	37	41	28	29
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>50</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>28</b>	<b>29</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>3.089</b>	<b>1.633</b>	<b>1.128</b>	<b>897</b>	<b>1.035</b>
+ Vốn điều lệ	450	675	675	675	675
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	675	0
+ Thặng dư	5	5	5	5	5
+ LN giữ lại	921	676	654	-46	721
+ Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.376</b>	<b>1.356</b>	<b>1.334</b>	<b>1.309</b>	<b>1.401</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>4.466</b>	<b>2.989</b>	<b>2.461</b>	<b>2.206</b>	<b>2.436</b>
Lưu chuyển tiền	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>302</b>	<b>320</b>	<b>198</b>	<b>127</b>	<b>200</b>
<b>LNST</b>	<b>272</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>65</b>	<b>69</b>
+ Khấu hao lũy kế	42	45	47	45	45
+ Điều chỉnh	-688	-90	-250	104	-26
+ Thay đổi VLD	101	0	0	0	227
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>-273</b>	<b>8</b>	<b>-150</b>	<b>214</b>	<b>315</b>
+ Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	0	0	0	-15	-10
+ Đầu tư ròng	452	36	-19	41	-153
+ Khác	-207	-93	9	3	26
<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>245</b>	<b>-57</b>	<b>-10</b>	<b>29</b>	<b>-137</b>
+ Cổ tức đã trả	0	0	0	-68	0
+ Tăng (giảm) vốn	-3	-2	-1	0	0
+ Nợ ngắn hạn	81	-12	83	-66	-36
+ Nợ dài hạn	0	-17	0	0	0
+ Khác	-32	-43	5	-36	10
<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>46</b>	<b>-74</b>	<b>87</b>	<b>-170</b>	<b>-26</b>
Lưu chuyển tiền	18	-122	-71	73	152
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>320</b>	<b>198</b>	<b>127</b>	<b>200</b>	<b>352</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>