

## CTCP Phú Tài (PTB)

MUA +25,9%

Ngành	Đa ngành
Ngày báo cáo	13/03/2025
Giá hiện tại	58.300 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>71.000 VND</b>
GMT gần nhất	80.700 VND
TL tăng	+21,8%
Lợi suất cổ tức	4,1%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+25,9%</b>

GT vốn hóa	3,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	72,5 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	7,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	66,9 tr
Pha loãng	66,9 tr

	PTB	VNI
P/E (trượt)	11,3x	14,5x
P/B (ht)	1,3x	1,7x
ROA	6,9%	1,9%
ROE	12,7%	13,1%

## Tổng quan Công ty

Tiền thân là một doanh nghiệp nhà nước tại tỉnh Bình Định, PTB hiện hoạt động trong 3 lĩnh vực chính: khai thác và sản xuất đá ốp lát, xuất khẩu đồ gỗ sang Mỹ và EU, và phân phối xe Toyota tại miền Trung. Công ty cũng tham gia vào lĩnh vực BĐS từ 2019.

## Diễn biến giá cổ phiếu



**Nguyễn Thị Ngọc Hân**  
Chuyên viên

**Nguyễn Thảo Vy**  
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.466	7.450	8.247	8.883
% YoY	15%	15%	11%	8%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	370	461	519	571
% YoY	44%	25%	13%	10%
EPS	50%	27%	13%	10%
Biên LN gộp	18,9%	20,3%	20,5%	20,6%
Biên EBITDA	11,0%	11,5%	11,4%	11,3%
Biên LN từ HĐKD	7,2%	8,3%	8,3%	8,3%
Biên LN ròng	5,7%	6,2%	6,3%	6,4%
Dòng tiền tự do/DT	4,8%	5,5%	3,7%	5,6%
EV/EBITDA	7,0x	5,8x	5,3x	4,9x
P/E	11,3x	8,9x	7,9x	7,2x
P/B	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
ROE	12,7%	14,4%	14,7%	14,7%

## Mảng kinh doanh gỗ và đá thạch dẫn dắt tăng trưởng trong năm 2025

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 12% giá mục tiêu của CTCP Phú Tài (PTB) xuống mức 71.000 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá cổ phiếu của PTB đã giảm 21% kể từ Báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi vào tháng 7/2024.
- Mức giảm đối với giá mục tiêu của chúng tôi phản ánh việc chúng tôi lần lượt điều chỉnh giảm 29%/25%/25% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/26/27, mà được bù đắp một phần bởi việc điều chỉnh thời hạn giá mục tiêu của chúng tôi từ giữa năm 2025 sang cuối năm 2025 và giảm mức chiết khấu định giá trong mô hình định giá tổng của từng phần (SoTP) từ mức 20% xuống 10%.
- Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS thấp hơn của chúng tôi phản ánh mức doanh thu thấp hơn dự kiến của toàn bộ các mảng kinh doanh (ngoại trừ gỗ) trong năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng 1) PTB sẽ tiếp tục các đơn hàng đá có biên lợi nhuận thấp từ năm 2025 trở đi trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trong mảng kinh doanh có biên lợi nhuận cao và 2) tiến độ bàn giao các dự án bất động sản (BDS) sẽ trong giai đoạn 2025-28 (thay vì giai đoạn 2025-27 như trước đây). Tuy nhiên, dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mới của chúng tôi vẫn cho thấy mức tăng trưởng mạnh, lần lượt ở mức 27%/13%/13% trong các năm 2026/27/28.
- Chúng tôi dự báo PTB sẽ trích lập dự phòng 10 tỷ đồng còn lại của khoản trích nợ xấu liên quan đến khách hàng Noble House trong năm 2025.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E dự phóng các năm 2025/26 lần lượt là 13,8 lần/10,8 lần. Chúng tôi cho rằng PTB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với mức P/E trượt trung bình 5 năm là 9,7 lần nhờ mức tăng trưởng EPS mạnh mẽ 27% YoY dự kiến trong năm 2025.
- Rủi ro:** Hoạt động xây dựng nhà ở và tiêu dùng tại Mỹ yếu hơn kỳ vọng; các thay đổi trong chính sách thương mại có khả năng ảnh hưởng tiêu cực đến kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam.

**Thuế quan của Mỹ có tác động tích cực đến xuất khẩu đồ gỗ nội thất của Việt Nam.** Mỹ hiện đang áp dụng mức thuế 20% đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc và 25% đối với hàng nhập khẩu từ Mexico và Canada, có hiệu lực từ ngày 04/03/2025. Theo Trung tâm Thương mại Quốc tế (ITC), Việt Nam, Trung Quốc, Mexico và Canada chiếm lần lượt 43%/16%/7%/7% thị phần nhập khẩu đồ gỗ nội thất của Mỹ vào năm 2024. Với việc áp thuế cao hơn cho các đối thủ cạnh tranh chính, Việt Nam sẽ có cơ hội giành thêm thị phần. Đáng chú ý, Mỹ đang xem xét mức thuế 25% đối với gỗ xẻ nhập khẩu, bao gồm cả đồ gỗ nội thất. Dù trong trường hợp mức thuế này được ban hành, chúng tôi kỳ vọng tác động tích cực ròng đến mảng xuất khẩu gỗ của Việt Nam, khi mức thuế này sẽ được áp dụng trên mức thuế riêng của các đối thủ.

**Mảng gỗ: Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025 tăng trưởng 12% YoY khi xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng nhờ thuế quan ưu đãi và lãi suất cho vay mua nhà tại Mỹ hạ nhiệt.** Sau khi tăng mạnh, đạt 7% vào tháng 1, lãi suất cho vay mua nhà tại Mỹ đã giảm xuống 6,8% vào tháng 2 và tiếp

tục giảm xuống 6,6% vào đầu tháng 3. Dự báo đồng thuận tại Mỹ cho thấy lãi suất sẽ vẫn ở mức cao trong bối cảnh nhiều thay đổi về chính sách thuế quan và tiền tệ, nhưng sẽ giảm dần xuống 6,5% vào cuối năm 2025 (so với mức đỉnh 7,2% của năm 2024). Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay mua nhà nới lỏng sẽ hỗ trợ thị trường nhà mới và nhà bán lại, từ đó, thúc đẩy nhu cầu gỗ nội thất.

**Mảng đá: Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025 tăng trưởng 18% YoY, được dẫn dắt bởi mảng kinh doanh đá thạch và các hợp đồng cung cấp đá sân bay.** Chúng tôi dự báo các nhà máy đá thạch anh sẽ hoạt động 100% hiệu suất trong năm 2025 (so với 90% vào năm 2024) nhờ tệp khách hàng được mở rộng. Chúng tôi dự báo doanh thu đá granit từ dự án Nhà ga T2 Nội Bài và Sân bay quốc tế Long Thành (LTA) đạt 100 tỷ đồng/300 tỷ đồng vào năm 2025/26. Theo ban lãnh đạo, PTB đã cung cấp đá cho dự án Nhà ga số 2 của sân bay Nội Bài kể từ nửa cuối năm 2024 và doanh thu sẽ được ghi nhận vào nửa đầu năm 2025. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng PTB có vị thế tốt để đảm bảo cho các hợp đồng LTA, tận dụng được quyền sở hữu 1) 2 mỏ đá granit và 2) máy móc có khả năng sản xuất vật liệu đáp ứng được các thông số kỹ thuật của sân bay.

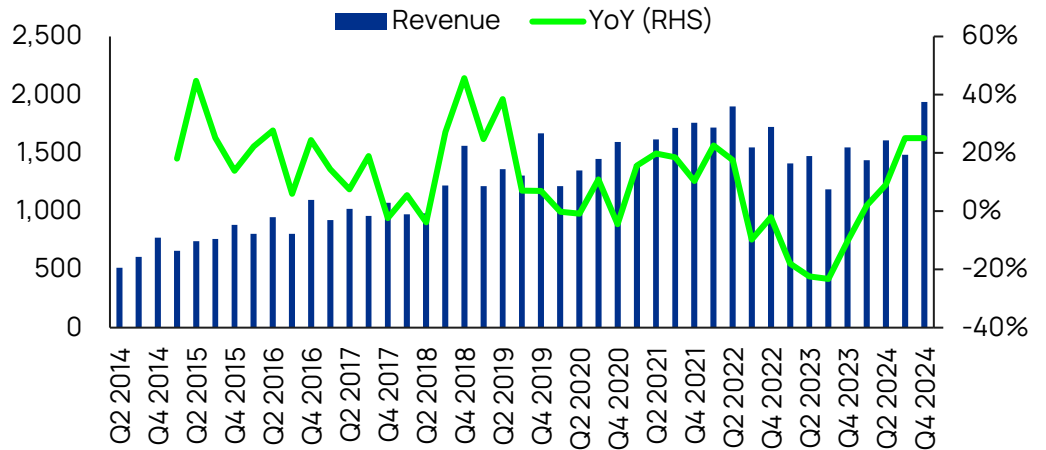
## Dự báo năm 2025: Mảng kinh doanh gỗ và đá thạch dẫn dắt mức tăng trưởng mạnh

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	2025F	YoY	Nhận định của Vietcap
<b>Doanh thu</b>	<b>6.466</b>	<b>7.450</b>	<b>15%</b>	
Gỗ	3.629	4.065	12%	* Chúng tôi kỳ vọng mảng xuất khẩu đồ nội thất sẽ tiếp tục tăng trưởng, nhờ (1) lãi suất cho vay mua nhà tại Mỹ hạ nhiệt và (2) tiềm năng tăng trưởng thị phần của Việt Nam tại Mỹ.
Đá	1.778	2.106	18%	* Chúng tôi dự báo nhà máy đá thạch của PTB sẽ đạt 100% hiệu suất hoạt động trong năm 2025 (so với ~90% vào năm 2024). Chúng tôi cũng kỳ vọng vào hoạt động R&D mạnh của mảng đá thạch từ trung đến cao cấp sẽ tiếp tục, với mức độ cạnh tranh ít gay gắt hơn. * Chúng tôi ghi nhận 100 tỷ đồng doanh thu từ việc bán đá ốp lát cho Nhà ga T2 Nội Bài, sẽ bắt đầu bàn giao vào nửa cuối năm 2024.
Trong nước	929	1.012	9%	
Xuất khẩu	849	1.094	29%	
Bất động sản	70	211	200%	* Chúng tôi kỳ vọng PTB sẽ bàn giao 130 căn hộ còn lại trong dự án chung cư Phú Tài Residence (chiếm 20% tổng căn hộ) trong năm 2025. Đối với Phú Tài Central Life, chúng tôi kỳ vọng PTB sẽ bàn giao 15 căn hộ vào năm 2025 và bàn giao trung bình 122 căn hộ/năm trong giai đoạn 2026-2028.
Khác*	989	1.069	8%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.224</b>	<b>1.514</b>	<b>24%</b>	
Gỗ	878	996	13%	
Đá	268	386	44%	
Bất động sản	23	78	246%	
Khác*	55	53	-3%	
Chi phí bán hàng	-497	-588	18%	
Chi phí G&A	-264	-306	16%	* Chúng tôi kỳ vọng PTB sẽ trích lập dự phòng cho 9,5 tỷ đồng nợ xấu còn lại của Noble House vào năm 2025. Đến năm 2024, PTB đã trích lập 53 tỷ đồng, tương đương 85% khoản nợ xấu trên.
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>464</b>	<b>620</b>	<b>34%</b>	
<b>LNTT</b>	<b>473</b>	<b>580</b>	<b>23%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>370</b>	<b>461</b>	<b>25%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (không bao gồm bất động sản)</b>	<b>354</b>	<b>400</b>	<b>13%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>18,9%</b>	<b>20,3%</b>		
Gỗ	24,2%	24,5%		* Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ YoY do hiệu quả chi phí được cải thiện.
Đá	15,1%	18,3%		* Biên lợi nhuận gộp dần phục hồi khi xuất khẩu đá thạch với biên lợi nhuận cao tăng, bù đắp cho 1) đơn hàng đá granit với biên lợi nhuận thấp tăng (ví dụ: đá bo via) trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt tại mảng có biên lợi nhuận cao (ví dụ: đá ốp lát) và 2) chi phí khai thác tăng tại các địa điểm không hoạt động hiệu quả.
Bất động sản	32,3%	37,2%		
Khác	5,6%	5,0%		
<b>Biên lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,3%</b>		
<b>Biên LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,2%</b>		

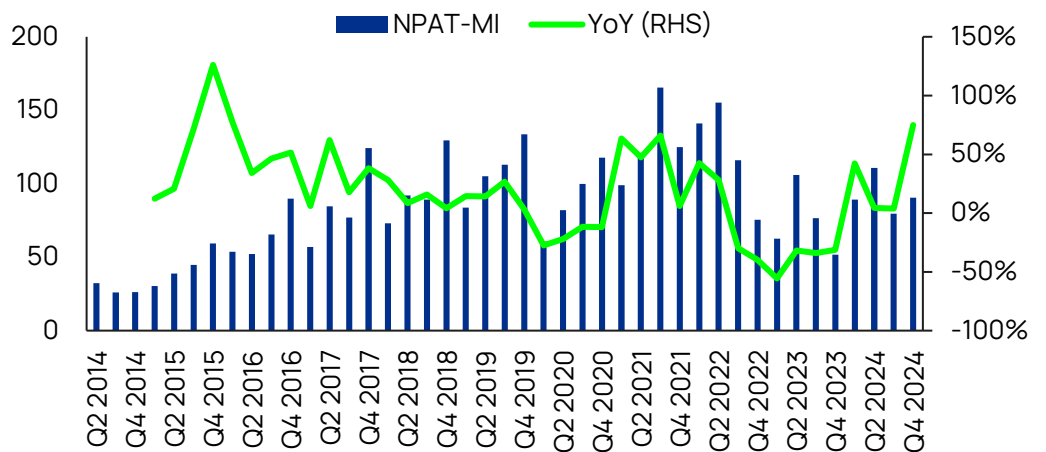
Nguồn: PTB, Vietcap (\*bao gồm mảng đại lý ô tô vốn có biên lợi nhuận thấp)

Hình 2: Doanh thu của PTB (tỷ đồng)



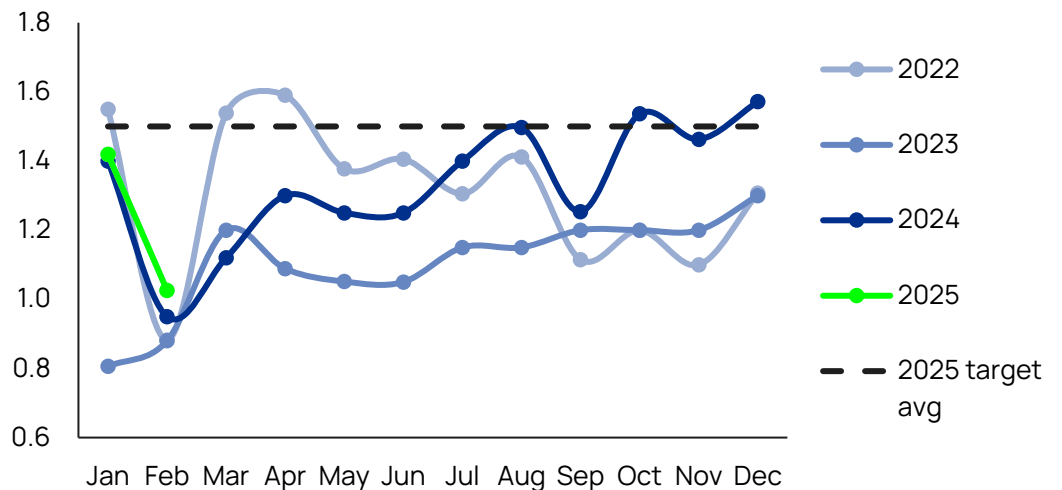
Nguồn: PTB, Vietcap

Hình 3: LNST sau lợi ích CĐTS của PTB (tỷ đồng)



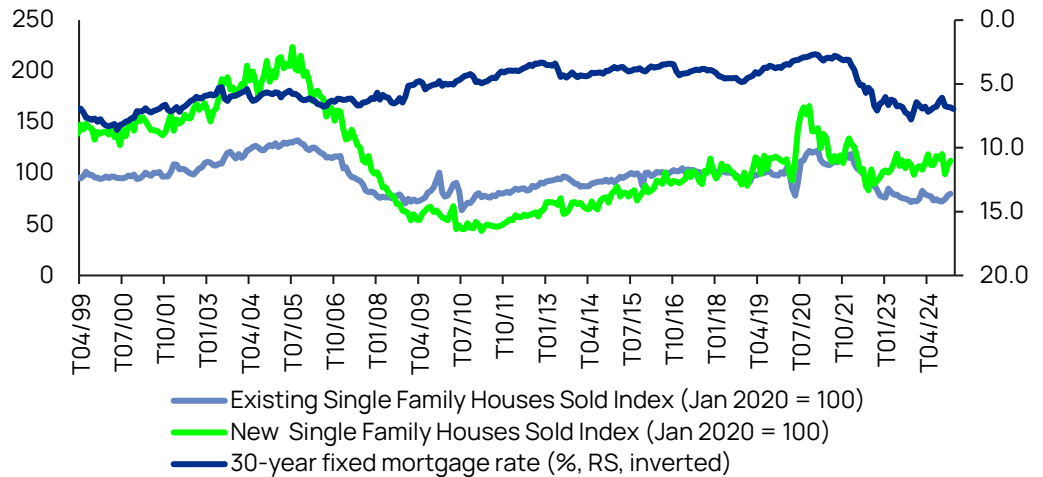
Nguồn: PTB, Vietcap

Hình 4: Xuất khẩu gỗ & lâm sản của Việt Nam (tỷ USD)



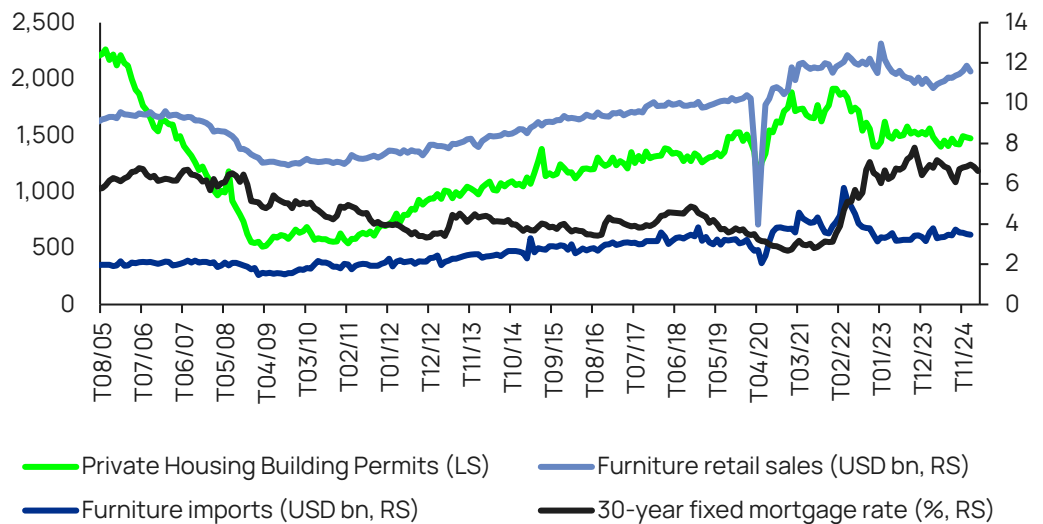
Nguồn: Tổng cục Hải quan, mục tiêu của Hiệp hội Gỗ và Lâm sản Việt Nam, Vietcap

**Hình 5: Việc giảm lãi suất cho vay mua nhà tại Mỹ sẽ giúp hỗ trợ doanh số bán nhà mới và nguồn cung nhà hiện hữu để bán lại**



Nguồn: US Census Bureau, Vietcap

**Hình 6: Việc giảm lãi suất cho vay mua nhà tại Mỹ cũng được kỳ vọng sẽ thúc đẩy cấp phép xây dựng cũng như doanh số bán và nhập khẩu đồ nội thất**



Nguồn: Cục Thống kê Dân số Hoa Kỳ, Vietcap, số liệu doanh số bán lẻ điều chỉnh theo yếu tố mùa vụ

**Hình 7: Bảng phân tích độ nhạy của giá mục tiêu của chúng tôi (đồng/cổ phiếu) tương quan với mức thuế quan tiềm tàng của Mỹ lên mảng gỗ xẻ nhập khẩu**

		Tăng trưởng doanh thu mảng gỗ của PTB					
		6%	9%	12%	15%	18%	21%
Biên LN gộp mảng gỗ của PTB	23,5%	62.800	64.100	65.500	66.800	68.200	69.500
	24,0%	65.400	66.800	68.200	69.700	71.100	72.500
	24,5%	68.000	69.500	<b>71.000</b>	72.500	74.000	75.500
	25,0%	70.600	72.200	73.700	75.300	76.900	78.400
	25,5%	73.200	74.800	76.500	78.100	79.800	81.400

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Trong trường hợp cơ sở của chúng tôi, chúng tôi giả định mức thuế 25% đối với gỗ xẻ nhập khẩu tại Mỹ (bao gồm đồ gỗ nội thất) sẽ được ban hành. Vì mức thuế này sẽ được áp dụng ngoài mức thuế cụ thể hiện hành là 20-25% đối với Trung Quốc, Canada và Mexico, chúng tôi kỳ vọng sẽ có tác động tích cực rõ ràng đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam. Tuy nhiên, cuộc điều tra về thuế quan vẫn đang diễn ra, do đó vẫn có khả năng không áp thuế, hoặc áp mức thuế cao hơn 25%.

## Định giá

Chúng tôi duy trì phương pháp tổng của từng phần (SoTP) để định giá PTB do cơ cấu kinh doanh đa dạng của công ty. Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi cập nhật mô hình định giá từ giữa năm 2025 sang cuối năm 2025 và điều chỉnh giảm chiết khấu định giá xuống 10% (từ 20% trước đó) trong định giá SoTP của chúng tôi, nhằm phản ánh tốt hơn cấu trúc đa ngành của PTB, với một phần nhỏ đóng góp là từ mảng bất động sản.

Chúng tôi giữ nguyên P/E mục tiêu là 13,2 lần cho mảng kinh doanh cốt lõi của PTB, tương ứng với +1 độ lệch chuẩn P/E trung vị 5 năm của công ty. So với P/E trượt trung bình 10 năm của PTB là 9,7 lần, chúng tôi cho rằng công ty xứng đáng có mức P/E cao hơn do EPS tăng trưởng mạnh trong năm 2025, ở mức 27% YoY. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E năm 2024/25 của PTB lần lượt là 13,8 lần/10,8 lần.

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) để ước tính giá trị hiện tại ròng cho các dự án bất động sản của PTB.

**Hình 8: Tóm tắt định giá**

Tỷ đồng	
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025 của PTB*	377
P/E mục tiêu cho LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi của PTB năm 2025	13,2x
Giá trị vốn chủ sở hữu của các mảng kinh doanh cốt lõi của PTB	4.978
Bất động sản	302
<b>Tổng giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.280</b>
Chiết khấu định giá	10%
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu mục tiêu</b>	<b>4.752</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)	66,9
<b>Giá trị/cổ phiếu (đồng)</b>	<b>71.000</b>
Dự phóng P/E năm 2025 @ giá mục tiêu*	13,8x
Dự phóng P/E năm 2026 @ giá mục tiêu*	10,8x

Nguồn: Vietcap (\* sau khi đóng góp vào quỹ khen thưởng & phúc lợi và không bao gồm lợi nhuận từ BĐS)

**Hình 9: P/E mục tiêu của Vietcap cho các mảng kinh doanh cốt lõi của PTB**

Mảng cốt lõi	Đóng góp	P/E mục tiêu
Đá	28%	13,2x
Gỗ	72%	13,2x
<b>Trung bình có tỷ trọng</b>	<b>100%</b>	<b>13,2x</b>

Nguồn: Vietcap

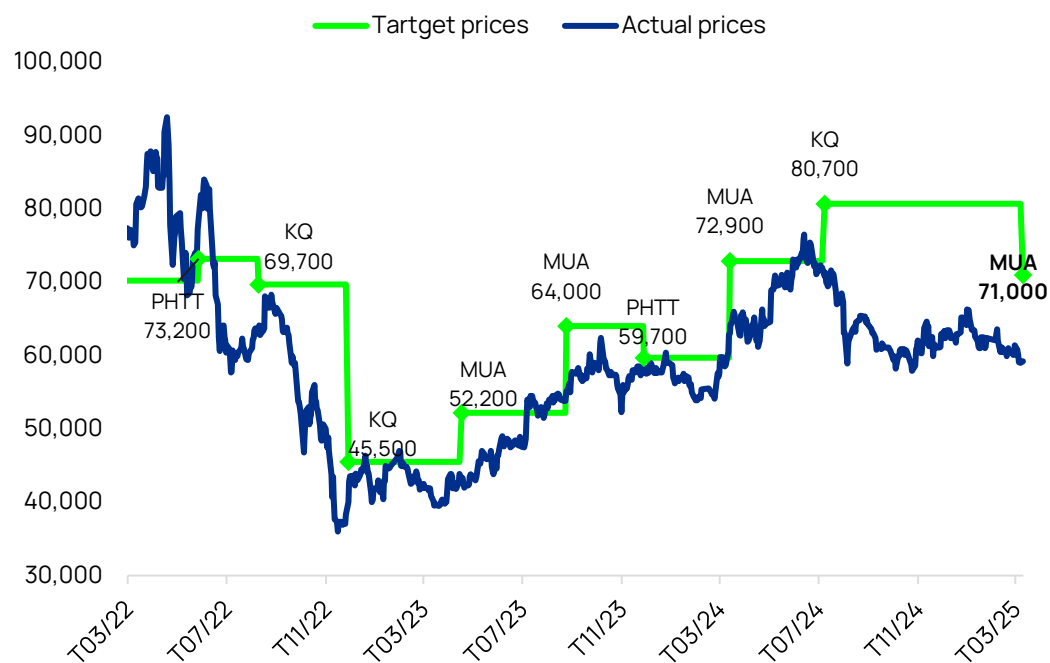
**Hình 10: P/E trượt (trái) và P/B (phải) của PTB**



Nguồn: FiinGroup, Vietcap

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 11: Diễn biến khuyến nghị, giá cổ phiếu (đồng/CP) điều chỉnh theo chia tách cổ phiếu



Nguồn: FiinGroup, Vietcap

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu</b>	<b>6.466</b>	<b>7.450</b>	<b>8.247</b>	<b>8.883</b>
Giá vốn hàng bán	-5.242	-5.936	-6.553	-7.052
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.224</b>	<b>1.514</b>	<b>1.694</b>	<b>1.831</b>
Chi phí bán hàng	-497	-588	-674	-728
Chi phí quản lý DN	-264	-306	-336	-363
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>464</b>	<b>620</b>	<b>684</b>	<b>740</b>
Thu nhập tài chính	77	95	108	127
Chi phí tài chính	-96	-134	-139	-148
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-78</i>	<i>-124</i>	<i>-128</i>	<i>-136</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	2	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	27	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>473</b>	<b>580</b>	<b>653</b>	<b>719</b>
Thuế TNDN	-95	-111	-125	-137
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>379</b>	<b>469</b>	<b>529</b>	<b>582</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-9	-8	-10	-11
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>370</b>	<b>461</b>	<b>519</b>	<b>571</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh<sup>(1)</sup></b>	<b>354</b>	<b>400</b>	<b>477</b>	<b>529</b>
EBITDA	712	860	938	1.008
EPS báo cáo, VND	5.139	6.546	7.365	8.101
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	4.893	5.633	6.739	7.475
EPS pha loãng <sup>(1)</sup> VND	4.893	5.633	6.739	7.475
DPS, VND	1.900	2.400	2.700	3.000
DPS/EPS (%)	37%	37%	37%	37%

<sup>(1)</sup> không bao gồm lợi nhuận BDS

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	15,1%	15,2%	10,7%	7,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	1,7%	33,7%	10,3%	8,1%
Tăng trưởng LNTT	46,6%	22,6%	12,6%	10,0%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh*	49,6%	15,1%	19,6%	10,9%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	18,9%	20,3%	20,5%	20,6%
Biên LN từ HĐ %	7,2%	8,3%	8,3%	8,3%
Biên EBITDA	11,0%	11,5%	11,4%	11,3%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,7%	6,2%	6,3%	6,4%
ROE %	12,7%	14,4%	14,7%	14,7%
ROA %	6,9%	8,0%	8,2%	8,3%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	101,7	92,9	91,9	90,3
Số ngày phải thu	58,6	58,3	57,1	57,9
Số ngày phải trả	35,4	36,6	39,9	40,9
TG luân chuyển tiền	124,9	114,5	109,1	107,2
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,5	1,6	1,6
CS thanh toán nhanh	0,7	0,8	0,8	1,0
CS thanh toán tiến mặt	0,2	0,3	0,4	0,5
Nợ/Tài sản	0,3	0,3	0,2	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,3	0,3	0,3	0,3
Nợ/Vốn CSH	0,3	0,2	0,2	0,1
Khả năng thanh toán lãi vay	5,9	5,0	5,4	5,4

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	471	754	991	1.431
Đầu tư TC ngắn hạn	26	26	26	26
Các khoản phải thu	1.154	1.225	1.356	1.460
Hàng tồn kho	1.454	1.566	1.734	1.756
TS ngắn hạn khác	140	223	247	266
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>3.245</b>	<b>3.794</b>	<b>4.353</b>	<b>4.939</b>
TS dài hạn (gộp)	3.445	3.626	3.827	4.045
- Khấu hao lũy kế	-1.813	-2.053	-2.307	-2.575
TS dài hạn (ròng)	1.632	1.573	1.521	1.470
Đầu tư TC dài hạn	262	262	262	262
TS dài hạn khác	350	405	449	483
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>2.243</b>	<b>2.240</b>	<b>2.231</b>	<b>2.215</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>5.488</b>	<b>6.034</b>	<b>6.584</b>	<b>7.154</b>
Phải trả ngắn hạn	516	696	773	814
Nợ ngắn hạn	1.461	1.484	1.573	1.692
Nợ ngắn hạn khác	363	410	454	489
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.340</b>	<b>2.590</b>	<b>2.799</b>	<b>2.995</b>
Nợ dài hạn	92	66	66	66
Nợ dài hạn khác	23	26	25	27
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>115</b>	<b>92</b>	<b>90</b>	<b>92</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>2.455</b>	<b>2.681</b>	<b>2.890</b>	<b>3.087</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	669	669	669	669
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	586	897	1.230	1.591
Vốn khác	1.648	1.648	1.648	1.648
Lợi ích CĐTS	130	138	148	158
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.033</b>	<b>3.353</b>	<b>3.695</b>	<b>4.067</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>5.488</b>	<b>6.034</b>	<b>6.584</b>	<b>7.154</b>
Số cp lưu hành cuối năm (tr)	66,9	66,9	66,9	66,9
Số cp quỹ (tr)	0,0	0,0	0,0	0,0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>428</b>	<b>471</b>	<b>754</b>	<b>991</b>
Lợi nhuận sau thuế	379	469	529	582
Khấu hao	248	240	253	268
Thay đổi vốn lưu động	-141	-40	-201	-70
Điều chỉnh khác	-62	-76	-71	-61
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>457</b>	<b>594</b>	<b>510</b>	<b>718</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-144	-181	-202	-217
Đầu tư	-7	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-152</b>	<b>-181</b>	<b>-202</b>	<b>-217</b>
Cổ tức đã trả	-87	-127	-161	-181
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-95	23	89	120
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-21	-26	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-17	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-221</b>	<b>-130</b>	<b>-72</b>	<b>-61</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>50</b>	<b>283</b>	<b>237</b>	<b>440</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>471</b>	<b>754</b>	<b>991</b>	<b>1.431</b>

Nguồn: PTB, Vietcap (Lưu ý: \*không bao gồm lợi nhuận từ mảng BDS)



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Ngọc Hân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

#### Hoàng Nam

**Giám đốc, ext 124**  
nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Huyền Thị Hồng Ngọc,**  
**Trưởng phòng, ext 138**  
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Vĩ mô

**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185  
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

#### Dầu khí, Điện và Nước

**Đinh Thị Thùy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 116  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức**  
**Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

**Tuan Nhan**  
**Giám đốc điều hành**  
**Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
**Giám đốc điều hành**  
**Khối Môi giới trong nước**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.