

CTCP Đầu tư phát triển máy Việt Nam – HSX: VVS

Đầu tư công, Tiêu chuẩn khí thải và Mở rộng chuỗi giá trị

KHUYẾN NGHỊ: KKN

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Ngành ô tô | BSC Research

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026 - 2027

- Đầu tư công tăng tốc tạo động lực chính thúc đẩy nhu cầu xe chuyên dụng, xe tải hạng nặng và xe đầu kéo tăng 40-50% YoY. Tuy nhiên, sau đỉnh điểm 2027, nhu cầu có thể tăng trưởng chậm lại khoảng 13%/năm.
- Áp dụng quy định khí thải mới tạo ra làn sóng thay thế đội xe cũ.
- Dài hạn: câu chuyện tăng trưởng giai đoạn 2028 – 2030 với khoản đầu tư vào nhà máy lắp ráp ô tô trong nước giúp giảm giá bán xe tải khoảng 10%.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2026 - 2027

Dự báo năm 2026: Doanh thu đạt 9,695 tỷ đồng (+20% YoY) nhờ các nhà thầu xây dựng tăng cường đội xe phục vụ các dự án đầu tư công và các doanh nghiệp vận tải dần thay thế đội xe cũ để đáp ứng tiêu chuẩn khí thải mới.

Lợi nhuận ròng từ tài chính đạt 119 tỷ đồng, tăng 89% YoY, chủ yếu nhờ lãi tiền gửi.

LNST-CDTS đạt 396 tỷ đồng (+23% YoY). Lưu ý lợi nhuận quý 4 sẽ chiếm phần lớn do thưởng doanh số cả năm của công ty sẽ ghi nhận trong thời gian này.

Dự báo năm 2027: Doanh thu và LNST-CDTS lần lượt đạt 10,545 tỷ đồng (+9% YoY) và 425 tỷ đồng (+8% YoY) với các yếu tố hỗ trợ tương tự như năm 2026.

CẬP NHẬT KQKD Q4/2025

Doanh thu đạt 2,606 tỷ đồng (+115% YoY, +17% QoQ), lợi nhuận thuần đạt 156 tỷ đồng (gấp 22 lần cùng kỳ, +75% QoQ).

Lũy kế cả năm 2025: doanh thu đạt 8,050 tỷ đồng (+107% YoY), lợi nhuận thuần đạt 321 tỷ đồng (+372% YoY). Chính phủ khởi công nhiều dự án trọng điểm, tạo cú hích lớn đối với các doanh nghiệp vận tải, nhà thầu công trình, trực tiếp làm tăng nhu cầu xe tải.

RỦI RO

- Tỷ giá USD/VND tăng mạnh ảnh hưởng đến giá bán xe.
- Ảnh hưởng của chính sách nếu đột ngột chuyển sang khuyến khích xe tải điện.
- Lãi suất tăng cao làm trì hoãn nhu cầu mua xe.
- Rủi ro đối tác. Hiện tại lãi tiền gửi từ việc chiếm dụng vốn người bán đang chiếm 20% lợi nhuận cả công ty năm 2025. Nếu khoản phải trả này giảm đột ngột, lãi tiền gửi của VVS sẽ giảm đáng kể.

Tính từ đầu năm đến nay, giá cổ phiếu VVS đã tăng 81.6% YTD, vượt trội so với hiệu suất của VNINDEX là -4.1% YTD. **BSC cập nhật thông tin về hoạt động của doanh nghiệp, không đưa ra khuyến nghị MUA/BÁN.**

KQKD	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	3,891	8,051	9,695	10,545
Lợi nhuận gộp	281	572	676	748
NPATMI	68	321	396	425
EPS	3,179	14,919	18,382	19,764

Trung tâm phân tích BSC

Nguyễn Dân Trường
(Chuyên viên phân tích)
truongnd@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	119,000
Cổ phiếu LH (Triệu):	21.5
Vốn hoá (Tỷ VND):	2,561
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.252
Sở hữu nước ngoài:	2.39%

Mở tài khoản



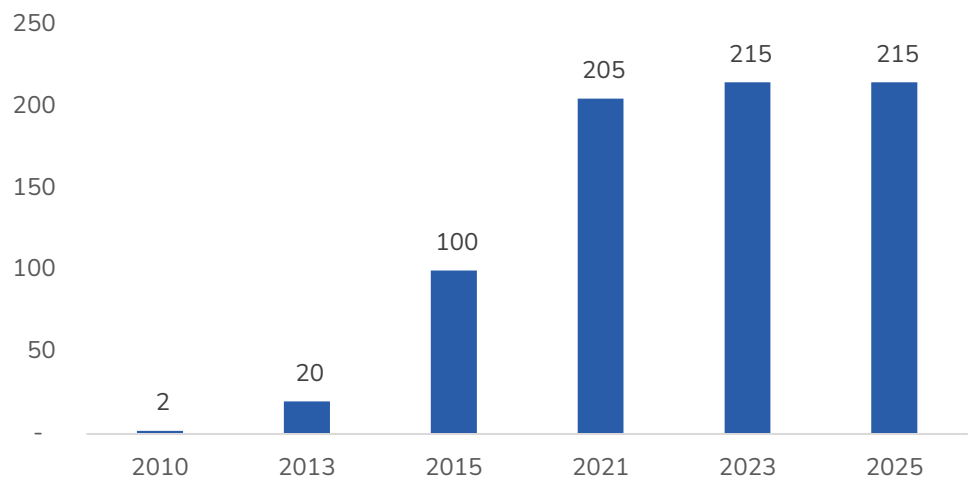
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty Cổ phần Đầu tư phát triển máy Việt Nam (tên viết tắt VIMID) thành lập ngày 5/3/2010 với trụ sở đầu tiên đặt tại Hà Nội. Hoạt động kinh doanh chính: Kinh doanh ô tô và xe có động cơ khác (như xe bồn, xe đông lạnh, rơ-moóc và sơ mi rơ-moóc). Trải qua hơn 15 năm hình thành và phát triển, VIMID luôn kiên trì theo đuổi mục tiêu: “Cung cấp giải pháp vận tải toàn diện nhằm thỏa mãn nhu cầu cao nhất của khách hàng và nâng tầm giá trị Ngành vận tải hàng hoá Việt Nam”.

Vốn điều lệ của VVS

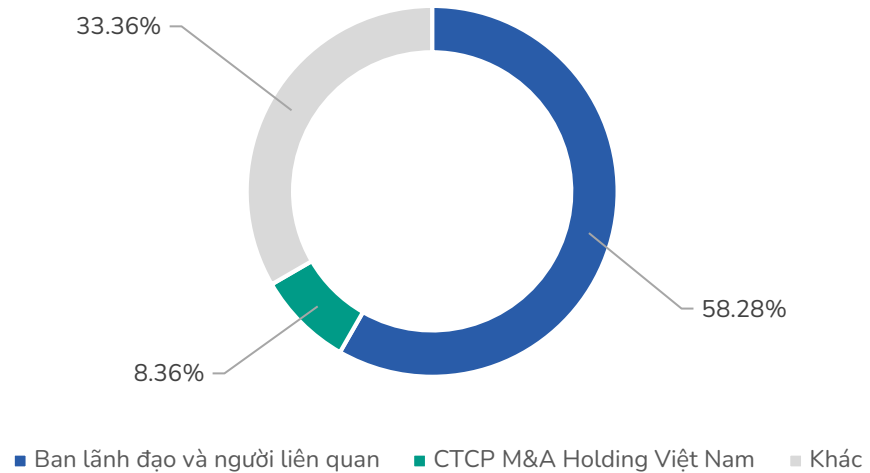
Tỷ VND



Nguồn: BSC Research, VVS

- Ngày 05/03/2010: Thành lập Công ty CP Đầu tư phát triển Máy Việt Nam (VIMID).
- Ngày 07/10/2022: Công ty chính thức khai trương giao dịch cổ phiếu mã chứng khoán VVS trên sàn giao dịch Upcom, với giá tham chiếu là 14,500 đồng/CP.
- Tháng 06/2024: Công ty thực hiện thay đổi tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa lên mức 49%.
- Ngày 28/11/2025: Ngày hủy đăng ký giao dịch UPCoM để chuyển sang niêm yết trên HOSE.
- Ngày 10/12/2025: Ngày giao dịch đầu tiên trên HOSE với giá 58,000 đồng/CP.

Cơ cấu cổ đông VVS



Nguồn: BSC Research, VVS

- Nhóm cổ đông nội bộ (gồm BLĐ và cổ đông liên quan) hiện nắm giữ cổ phần lớn nhất trong cơ cấu cổ đông của VVS với 58,3%. **Trong đó, ông Nguyễn Vũ Trụ (Chủ tịch HĐQT) sở hữu 44,7% vốn cổ phần.**
- Đối với nhóm cổ đông tổ chức trong nước: CTCP M&A Holding Việt Nam nắm giữ tổng 8,36% cổ phần.
- Còn lại, nhóm cá nhân trong nước khác hiện đang nắm giữ 33,36% cổ phần.

II. TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG XE TẢI, XE ĐẦU KÉO VIỆT NAM 2026

1. Thị trường xe tải Việt Nam.

Hằng năm, doanh số xe tải hạng nhẹ (5 – 10 tấn) và xe tải trung (>10 – 24 tấn) do các thành viên VAMA ghi nhận đạt khoảng 10,000 chiếc/năm (xe tải nhẹ chiếm 95%). Song song với nguồn cung trong nước, Việt Nam còn nhập khẩu khoảng 8.000 xe tải mỗi năm, chủ yếu thuộc phân khúc tải trung, với khoảng 75% số xe nhập khẩu có tải trọng trên 10 tấn. Đáng chú ý, xe có xuất xứ Trung Quốc chiếm xấp xỉ 90% tổng lượng xe tải nhập khẩu, phản ánh lợi thế cạnh tranh rõ rệt về giá và cấu hình kỹ thuật trong phân khúc này.

Về cơ cấu cạnh tranh, các hãng xe Nhật Bản (đặc biệt là thương hiệu Hino và Isuzu) và doanh nghiệp lắp ráp trong nước đang giữ vị thế dẫn đầu ở phân khúc xe tải dưới 10 tấn, nhờ hệ thống sản xuất nội địa đã thiết lập qua nhiều năm, chất lượng ổn định và mạng lưới bán hàng, hậu mãi rộng rãi. Ở chiều ngược lại, phân khúc xe tải trên 10 tấn hiện do các thương hiệu Trung Quốc chi phối, khi quy mô thị trường còn tương đối hạn chế, chưa đủ hấp dẫn để các hãng xe đầu tư xây dựng nhà máy lắp ráp tại Việt Nam. Điều này khiến xe nhập khẩu, đặc biệt từ Trung Quốc, tiếp tục là lựa chọn chủ đạo trong phân khúc tải trọng lớn.

Thống kê các thương hiệu xe tải lớn

Phân khúc xe tải (trọng lượng tự thân)	Các thương hiệu dẫn đầu	Thương hiệu ít phổ biến
1 – 6 tấn	Thaco Truck, KIA Frontier, Mitsubishi Fuso (thuộc VAMA)	Các thương hiệu Trung Quốc
6 – 10 tấn	Hino, Isuzu, Daewoo (thuộc VAMA)	Các thương hiệu Trung Quốc
Trên 10 tấn	Các thương hiệu Trung Quốc (Dong Feng, FAW, Sinotruk, ...)	Việt Nam không sản xuất, lắp ráp các mẫu xe này

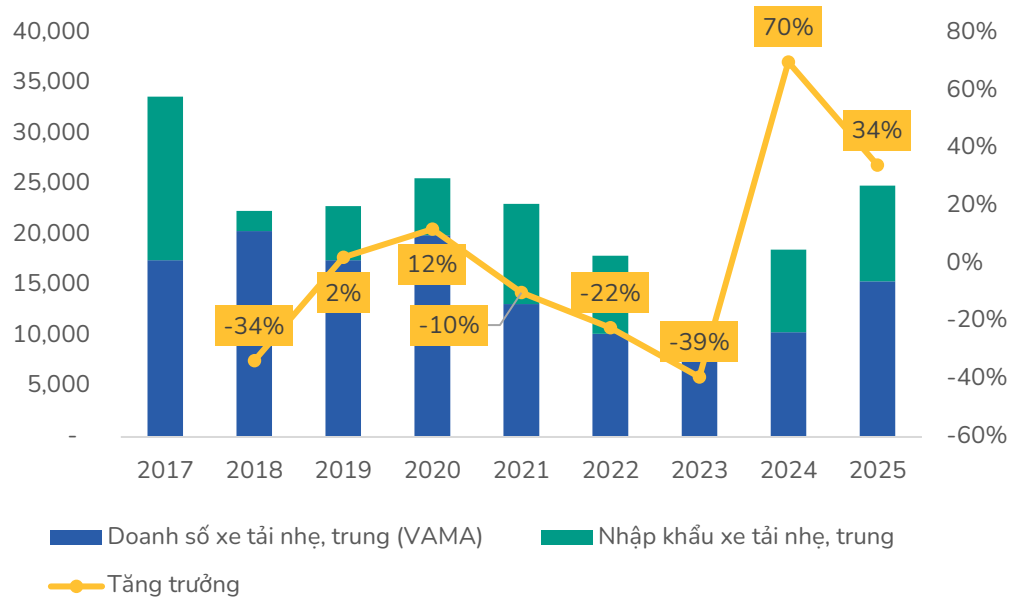
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Howo là thương hiệu xe tải thuộc tập đoàn Sinotruk - Trung Quốc, đang dẫn đầu trong phân khúc trên 10 tấn nhờ giá bán rất cạnh tranh so với các đối thủ, tiết kiệm nhiên liệu.

Về thuế quan, xe tải nhập khẩu từ Trung Quốc chịu thuế 25–30%, tạo lợi thế đáng kể cho các hãng xe Nhật và các doanh nghiệp lắp ráp nội địa.

Tổng doanh số xe tải nhẹ, trung trong nước và nhập khẩu (chủ yếu xe tải trung và nặng) giao động quanh mức 20,000 đến 23,000 xe/năm.

Xe



Nguồn: BSC Research, VAMA, Tradedata.pro

Bảng so sánh một số mẫu xe cùng phân khúc (có cùng trọng lượng bản thân 7.5-8 tấn, đạt chuẩn Euro 5).

Thương hiệu - Tên xe	Bản quyền	Công suất (HP)	Công nghệ động cơ	Tiêu hao nhiên liệu khi đủ tải, đường bằng (lít/100 KM)	Giá chassi niêm yết phổ biến (tỷ VND, chưa bao gồm VAT)	Ưu điểm
Howo - NX 4x2	Trung Quốc	220	Weichai (Trung Quốc)	10-15	0.76	Giá cạnh tranh nhất, tiết kiệm nhiên liệu
Isuzu - FVR34QE5	Nhật Bản	240	6HK1 (Nhật)	16-18	1.32	Rất bền, máy mát, tiết kiệm dầu
Hino - FM8JW8A-XHV	Nhật Bản	280	J08E - WA (Nhật)	22-28 (do công suất lớn)	1.92	Bền, giữ giá, tiêu hao nhiên liệu thấp
Foton - Auman C240	Trung Quốc	270	Cummins ISD270 (Mỹ)	15-18	1.0	Giá thấp, động cơ mạnh
Dong Feng - B180	Trung Quốc	180	Cummins ISB180 (Mỹ)	14-17	0.86	Giá thấp

Nguồn: BSC Research tổng hợp, giá bán tại thời điểm 01/2026, các số liệu mang tính chất tham khảo

2. Thị trường xe đầu kéo Việt Nam.

Hiện tại, toàn bộ xe đầu kéo tại Việt Nam đều được nhập khẩu, trong đó thị trường nghiêng mạnh về các thương hiệu Trung Quốc với thị phần khoảng 80% (theo Technavio). Nguyên nhân chủ yếu đến từ giá bán cạnh tranh, các dòng xe Mỹ, EU đời cũ nhập khẩu về Việt Nam vẫn có giá cao hơn 30-40% so với xe mới từ Trung Quốc, cùng với chi phí phụ tùng rẻ, dễ sửa chữa và thích ứng tốt với điều kiện hạ tầng, địa hình tại Việt Nam.

Trong nhóm này, Howo là một trong những thương hiệu xe đầu kéo dẫn đầu thị trường Việt Nam, nhờ mức giá hợp lý so với chất lượng, dịch vụ hậu mãi tốt và sử dụng động cơ công nghệ châu Âu, mang lại lợi thế về độ bền và hiệu suất so với nhiều đối thủ cùng quê nhà khác. Những yếu tố này giúp Howo đặc biệt phù hợp với nhu cầu vận hành thực tế tại Việt Nam.

So sánh một số mẫu xe đầu kéo ở Việt Nam (xe đầu kéo Mỹ có đầu dài hơn xe EU và Trung Quốc nên khó di chuyển ở Việt Nam, các xe dưới đây đều đạt tiêu chuẩn khí thải Euro 5 trở lên)

Thương hiệu - Tên xe	Bản quyền	Công suất (HP)	Công nghệ động cơ	Tiêu hao nhiên liệu khi đủ tải, đường bằng (lít/100 KM)	Giá chassi niêm yết phổ biến (tỷ VND, chưa bao gồm VAT)	Ưu điểm
Howo - NX 440	Trung Quốc	440	MAN (Đức)	35-40	1.1	Mạnh mẽ, phổ biến, phụ tùng rẻ
Shacman - X3000	Trung Quốc	460	Weichai	40-45	1.1	Hộp số ZF Đức, máy khỏe
Dong Feng - GX	Trung Quốc	450	dCi450-51 (hợp tác với Volvo, Renault)	25-33	1.3	Đường dài tốt, tiết kiệm dầu

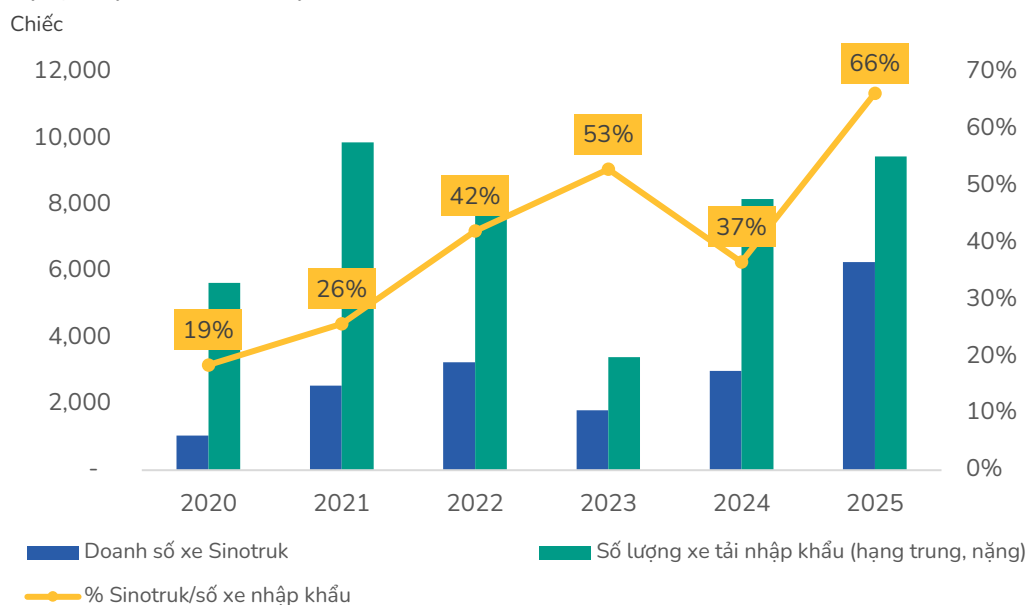
Thương hiệu - Tên xe	Bản quyền	Công suất (HP)	Công nghệ động cơ	Tiêu hao nhiên liệu khi đủ tải, đường bằng (lít/100 KM)	Giá chassi niêm yết phổ biến (tỷ VND, chưa bao gồm VAT)	Ưu điểm
FAW - JH6	Trung Quốc	430	Weichai	30-33	1.3	Tiết kiệm nhiên liệu, dễ lái
Navista - International Maxxforce (xe cũ đời 2014)	Mỹ	450	International Maxxforce 13	30-35	0.93	Máy bền, kéo nặng tốt
Freightliner - Cascadia (xe cũ đời 2015)	Mỹ	455	Detroit DD15	27-35	1.55	Động cơ mạnh, khung gầm bền
MAN (xe cũ đời 2016)	Đức	420	MAN	28-34	1.55	Bền bỉ, tiết kiệm nhiên liệu, an toàn cao, tiêu chuẩn khí thải Euro 6

Nguồn: BSC Research tổng hợp, giá bán tại thời điểm tháng 01/2026, các số liệu mang tính chất tham khảo

Hiện tại các xe đầu kéo đang chịu thuế nhập khẩu là 5% do Việt Nam chưa lắp ráp được xe đầu kéo nên cần mức thuế thấp để hỗ trợ ngành logistic phát triển. Thuế nhập khẩu phụ tùng xe đầu kéo ở mức 0% để thúc đẩy các hãng xe lắp ráp tại Việt Nam. Do đó, với xe đầu kéo nguyên chiếc từ Mỹ được giảm thuế nhập khẩu sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến thị trường chung.

Chúng tôi nhận thấy Sinotruk đang nhanh chóng chiếm lĩnh thị trường xe tải hạng trung, nặng ở Việt Nam. Tỷ lệ xe Sinotruk nhập khẩu vào Việt Nam đang tăng dần qua các năm, từ mức 19% năm 2020, lên mức 66% năm 2025 – áp đảo so với các hãng khác.

BSC ước tính số lượng xe Sinotruk đã chiếm đến 66% tổng số xe tải hạng trung, nặng nhập khẩu vào Việt Nam



Nguồn: BSC Research ước tính, Tradedata.pro

3. Các yếu tố chi phối nhu cầu đầu tư xe vận tải.

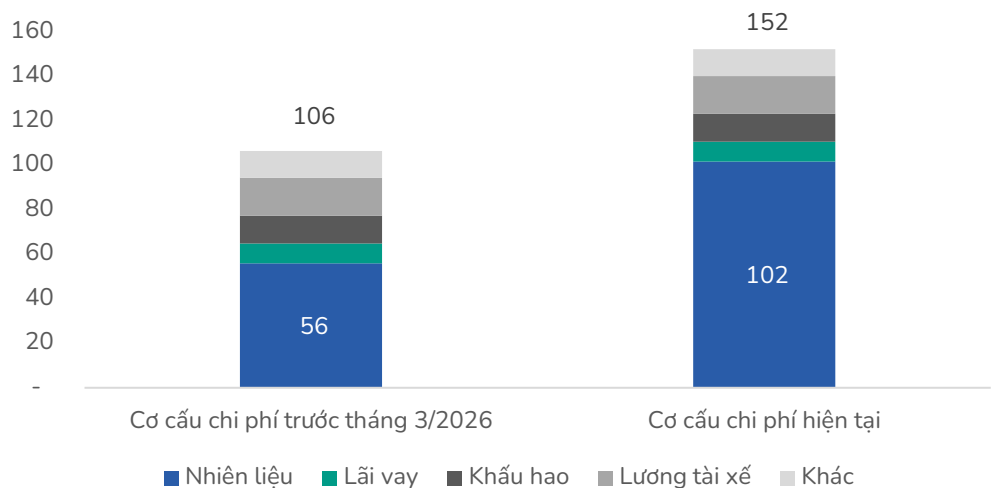
Bên cạnh yếu tố giá bán và chất lượng sản phẩm, nhu cầu đầu tư của khách hàng vận tải chịu tác động mạnh từ môi trường lãi suất và biến động giá nhiên liệu trong ngắn hạn. Trong cơ cấu chi phí vận hành, chi phí lãi vay hiện chiếm khoảng 8%, trong khi nhiên liệu là yếu tố chi phối lớn nhất, thường chiếm trên 50% tổng chi phí.

Phần lớn doanh nghiệp vận tải sử dụng đòn bẩy tài chính cao, với tỷ lệ vốn vay chiếm tới khoảng 80% giá trị xe khiến nhu cầu đầu tư trở nên nhạy cảm với biến động lãi suất.

Tính đến ngày 29/03/2026, giá dầu Diesel tại Việt Nam đạt khoảng 36.300 đồng/lít, tăng mạnh 82% so với thời điểm cuối tháng 2/2026 – trước khi xảy ra căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông. BSC ước tính tổng chi phí vận hành trung bình hàng tháng của một xe đầu kéo 40 feet tăng khoảng 43%, từ 106 triệu đồng lên 152 triệu đồng.

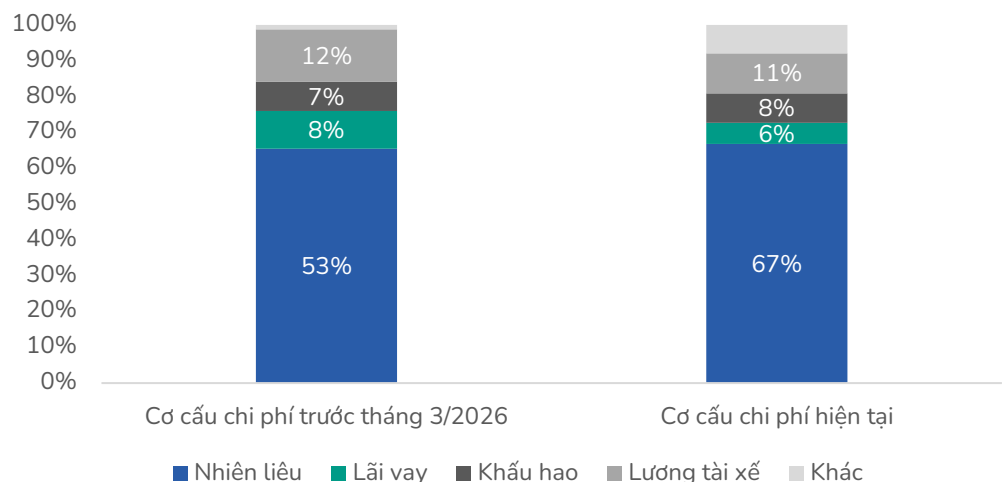
Cơ cấu chi phí vận hành một xe đầu kéo 40 feet với 7,000 km/tháng

Triệu VND/tháng



Nguồn: BSC Research ước tính, thegioixetai. Giá dầu Diesel ngày 26/03/2026 là 36,400 đồng/lit

Cơ cấu chi phí vận hành một xe đầu kéo 40 feet với 7,000 km/tháng



Nguồn: BSC Research ước tính, thegioixetai. Giá dầu Diesel ngày 26/03/2026 là 36,400 đồng/lit

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA VVS

1. Tổng quan hoạt động kinh doanh VVS

Cơ cấu doanh thu: phân phối xe chiếm 97%, bán phụ tùng và sửa chữa xe chiếm 3%.

Cơ cấu lợi nhuận gộp: phân phối xe chiếm 88%, phụ tùng và sửa chữa xe chiếm 12%.

a) Lĩnh vực phân phối xe

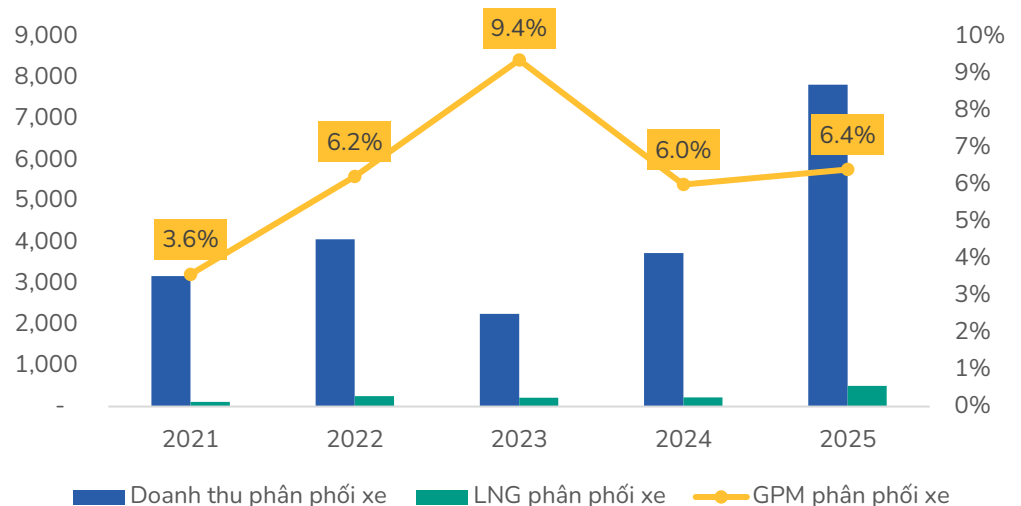
Công ty hoạt động trong lĩnh vực nhập khẩu và phân phối xe tải hạng trung – hạng nặng (5–24 tấn) và xe đầu kéo thương hiệu Howo (Hỗ Vồ - thuộc tập đoàn Sinotruk Trung Quốc) trên phạm vi toàn quốc, với biên lợi nhuận gộp mảng phân phối xe duy trì ở mức 6,0–6,6%. Thông thường, VVS sẽ được thưởng doanh số cả năm vào quý 4 hằng năm dẫn đến lợi nhuận tăng đột biến vào thời điểm này. Dịch vụ sửa chữa và bán phụ tùng có biên lợi nhuận gộp cao hơn, đạt trung bình 35%.

Trên thị trường, các nhà phân phối Howo khác bao gồm Hoàng Huy (TCH) – đồng thời phân phối Dongfeng và International (Navistar), và Rita Võ Auto – đồng thời phân phối Shacman. Trong đó, **VVS giữ vai trò độc quyền bảo hành xe Howo tại Việt Nam**, tạo lợi thế rõ rệt về dịch vụ hậu mãi. Doanh thu bán xe của VVS cao gấp 8-10 lần so với TCH, chủ yếu nhờ đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi, tuy nhiên điều này khiến biên lợi nhuận gộp thấp hơn khoảng một nửa so với TCH. Phần nào, bất lợi này được bù đắp nhờ khả năng chiếm dụng vốn từ nhà sản xuất, giúp giảm chi phí lãi vay và gia tăng thu nhập tài chính (*tham khảo phân tích tài chính*).

Đối với THACO, mặc dù doanh nghiệp có đề cập đến hoạt động nhập khẩu xe đầu kéo và lắp ráp xe ben Howo, tuy nhiên các dòng xe này không được phản ánh trong báo cáo doanh số bán hàng công bố, cho thấy mức độ đóng góp hiện còn hạn chế. **Do đó, chúng tôi ước tính VVS đang chiếm hơn 80% thị phần xe Howo bán ra ở Việt Nam.**

Hoạt động kinh doanh phân phối xe thương hiệu Howo

Tỷ VND

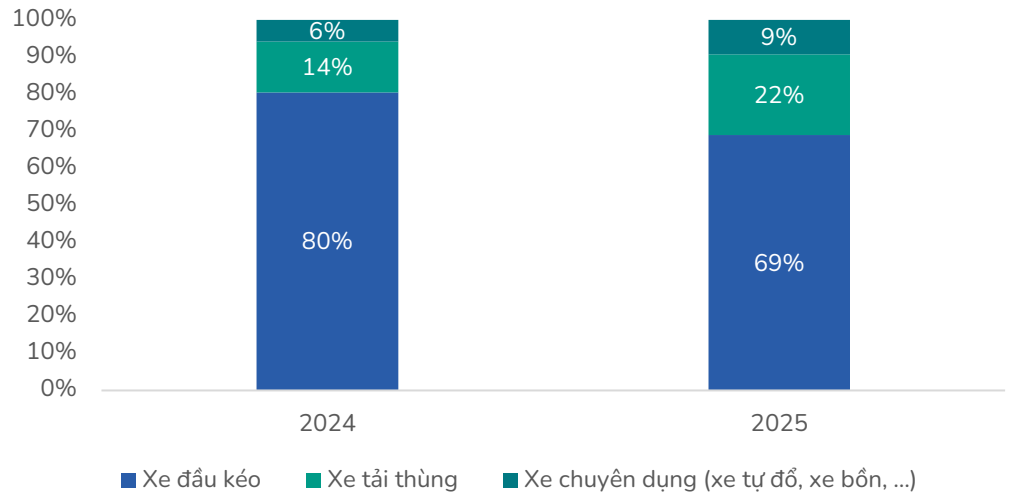


Nguồn: BSC Research, VVS

Trong đó, cơ cấu xe đầu kéo, xe tải thùng, xe chuyên dụng lần lượt đạt 69%, 22% và 9% với tỷ trọng của xe tải thùng ngày càng tăng nhờ các doanh nghiệp logistic mở rộng đầu tư thay đổi xe cũ trước khi quyết định siết khí thải có hiệu lực (*tham khảo mục luận điểm đầu tư*).

Xe tải thùng đang dần chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh số bán xe của VVS nhờ nhu cầu các doanh nghiệp logistic tăng cao

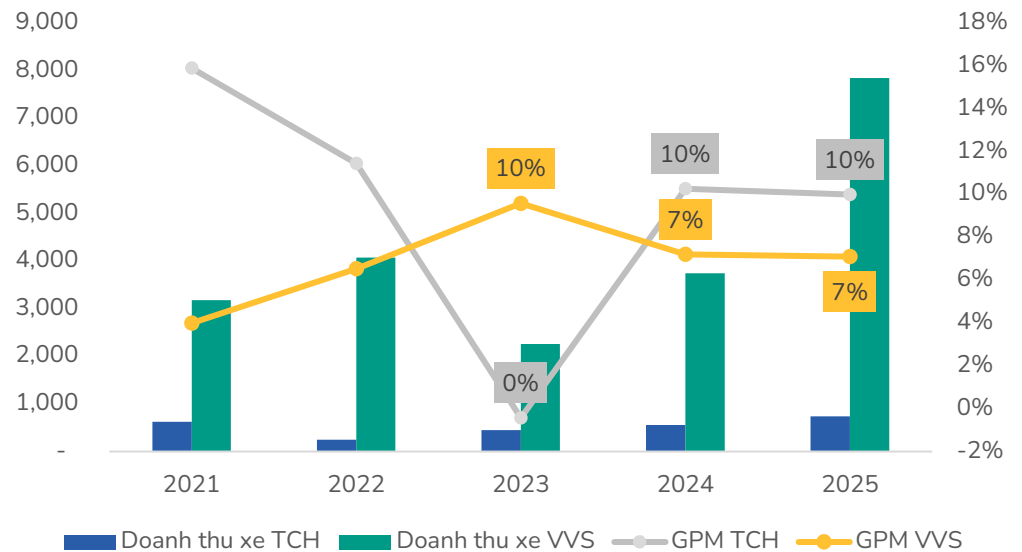
Tỷ VND



Nguồn: BSC Research ước tính

Doanh thu mảng phân phối xe của VVS vượt trội so với TCH dù công ty này phân phối 3 thương hiệu xe khác nhau (International – Navista, Dong Feng, Howo)

Tỷ VND

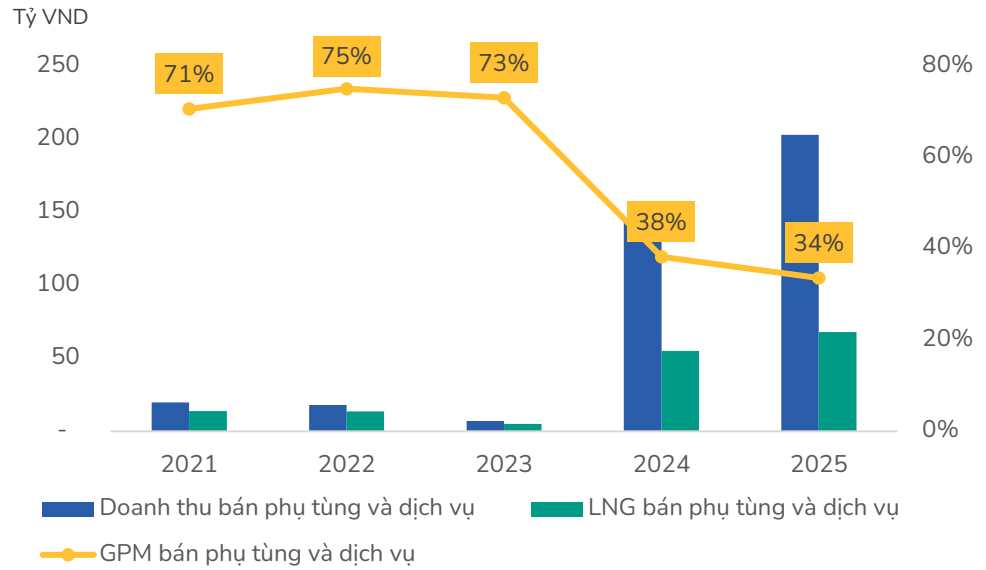


Nguồn: BSC Research, VVS, TCH

b) Lĩnh vực kinh doanh phụ tùng và sửa chữa xe

Bên cạnh hoạt động phân phối xe, VVS còn kinh doanh phụ tùng và cung cấp dịch vụ sửa chữa xe Howo thông qua 23 trạm 3S (Showroom – Service – Spare parts) phủ khắp cả nước, qua đó đảm bảo năng lực hậu mãi và duy trì mối quan hệ dài hạn với khách hàng. Trong mảng này, doanh thu từ bán phụ tùng chiếm trên 95%, với biên lợi nhuận gộp cao, đạt trung bình 35%.

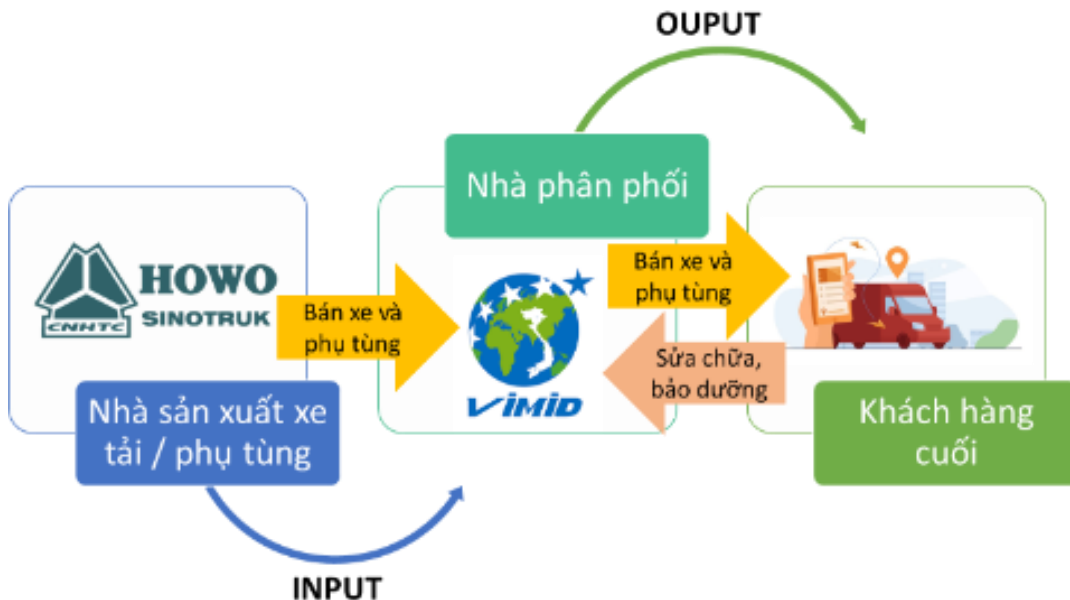
Hoạt động bán phụ tùng và sửa chữa xe (từ năm 2024, công ty đã tách số liệu hoạt động bán phụ tùng ra khỏi hoạt động phân phối ô tô và ghi nhận chung với doanh thu sửa chữa)



Nguồn: BSC Research, VVS

Về thuế quan, mức thuế nhập khẩu bình quân của VVS trong năm 2025 ước khoảng 11%, trong đó xe đầu kéo chịu thuế 5%, xe tải và xe chuyên dụng khác chịu thuế 25–30%, còn phụ tùng ô tô được áp dụng thuế suất 0%, tạo dư địa thuận lợi để mở rộng mảng kinh doanh phụ tùng có biên lợi nhuận cao.

Chuỗi giá trị của VVS




Nguồn: VVS, BSC Research

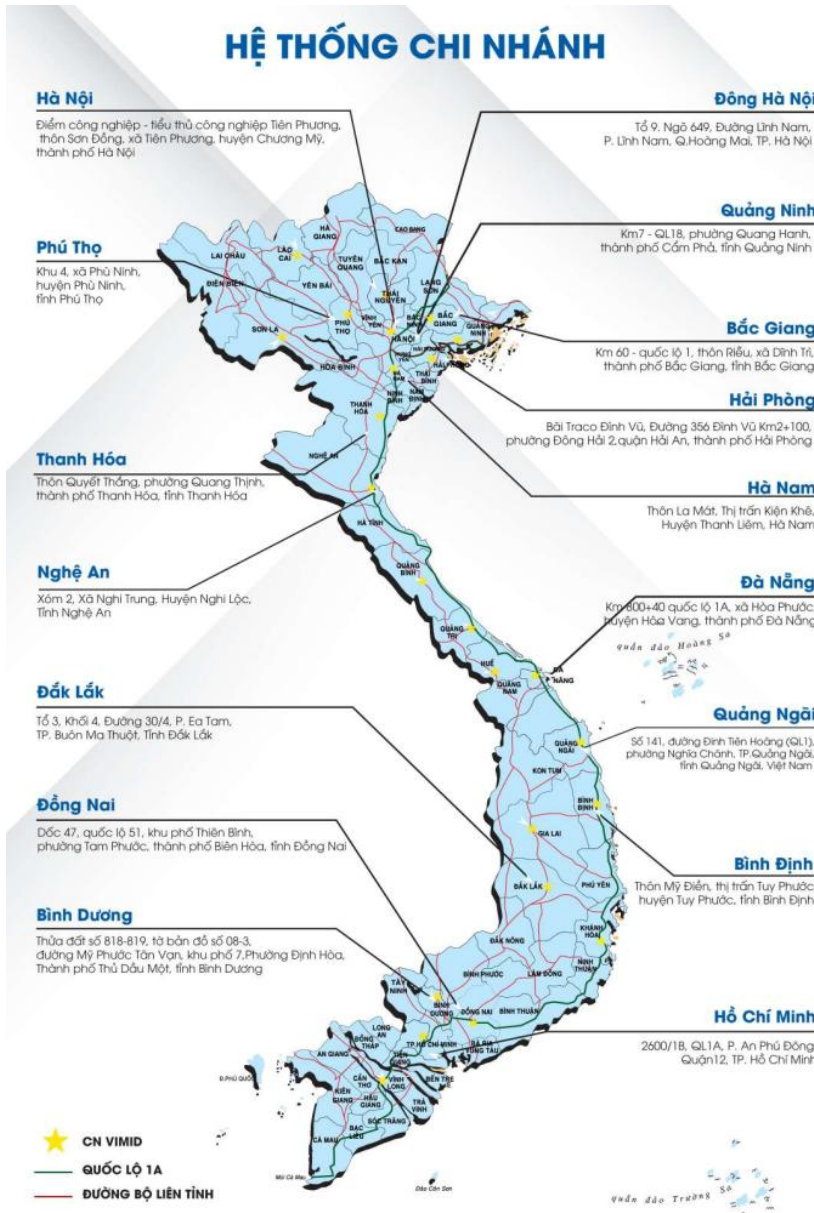
Một số hình ảnh sản phẩm Howo, VVS phân phối (tham khảo chi tiết ở website công ty). Các sản phẩm của Howo đều đạt chuẩn khí thải Euro 5 trở lên.

Hình ảnh	Thông tin
	<p>Tên xe: V7X 400 8x4 Thùng Đúc Loại xe: Xe ben (tự đổ)</p>
	<p>Tên xe: V7X 440 Cầu Dầu Loại xe: Xe đầu kéo</p>
	<p>Tên xe: H3 130 5m3 Loại xe: Xe trộn bê tông</p>

Hình ảnh	Thông tin
	<p>Tên xe: NX 4X2 thùng Công 1 Cửa Hông 9M Loại xe: Xe tải thùng</p>
	<p>Tên xe: NX 8X4 Chở Xăng 22M3 Loại xe: Xe téc chở xăng</p>
	<p>Tên xe: Xe Phun Nước NX 8X4 17M3 Loại xe: Xe chuyên dụng</p>

Hình ảnh	Thông tin
	<p>Tên sản phẩm: SMRM BEN SUNHUNK thùng đúc 28T4 Sơ mi - Rơ moóc</p>

Nguồn: VVS



Nguồn: VVS

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

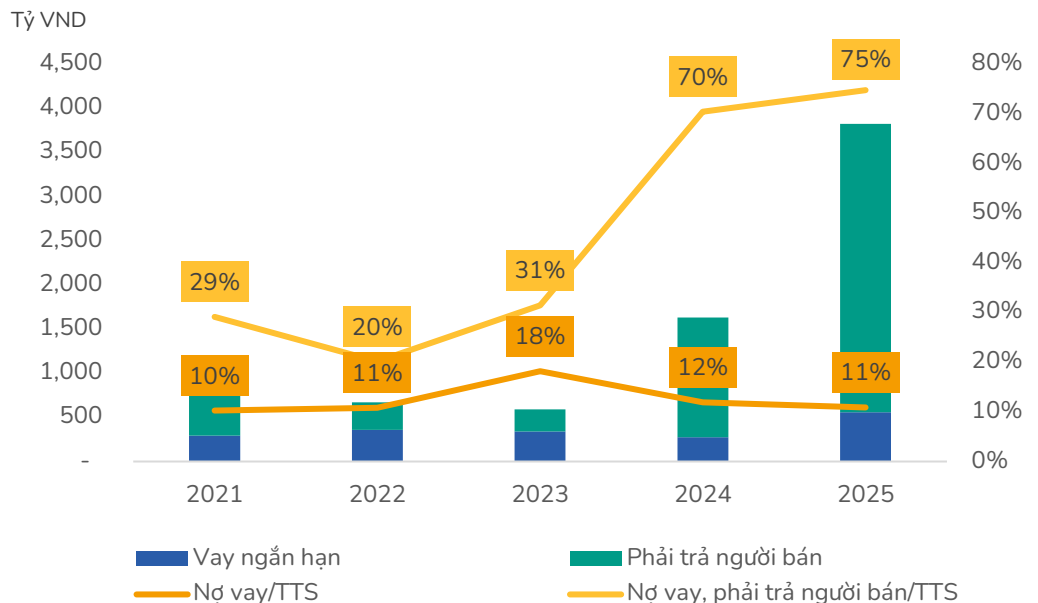
1. Cơ cấu tài chính an toàn so với các công ty cùng ngành phân phối xe.

Ngành phân phối xe có đặc thù sử dụng đòn bẩy vay ngắn hạn cao để tài trợ vốn lưu động, với tỷ lệ nợ vay ngân hàng/tổng tài sản phổ biến ở mức 30–50% (tham khảo CTF, HAX). Tuy nhiên, VVS là trường hợp ngoại lệ khi tỷ lệ này giảm dần qua các năm và chỉ còn khoảng 11% tại cuối Q4/2025.

Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc trong hai năm gần đây, nhà sản xuất cho phép VVS kéo dài thời hạn thanh toán so với thông lệ. Công ty đã tận dụng nguồn vốn nhà rồi phát sinh để gửi tiết kiệm, với giá trị đạt 3,269 tỷ đồng trong Q4/2025 (+141% YoY). Đồng thời, VVS sử dụng chính các khoản tiền gửi này làm tài sản bảo đảm để vay vốn lưu động với lãi suất thấp hơn, qua đó giảm đáng kể lãi vay, dù đối mặt với rủi ro tỷ giá do các khoản phải trả người bán chủ yếu được thanh toán bằng đồng USD, công ty vẫn tạo ra lợi nhuận tài chính ròng 63 tỷ đồng trong năm 2025 (các năm trước đây ghi nhận lỗ ròng tài chính từ 22-70 tỷ đồng khi chưa chiếm dụng vốn nhà sản xuất).

Chúng tôi cho rằng việc được hưởng các điều kiện thanh toán ưu đãi phản ánh mối quan hệ hợp tác chiến lược lâu dài giữa VVS và Tập đoàn Sinotruk.

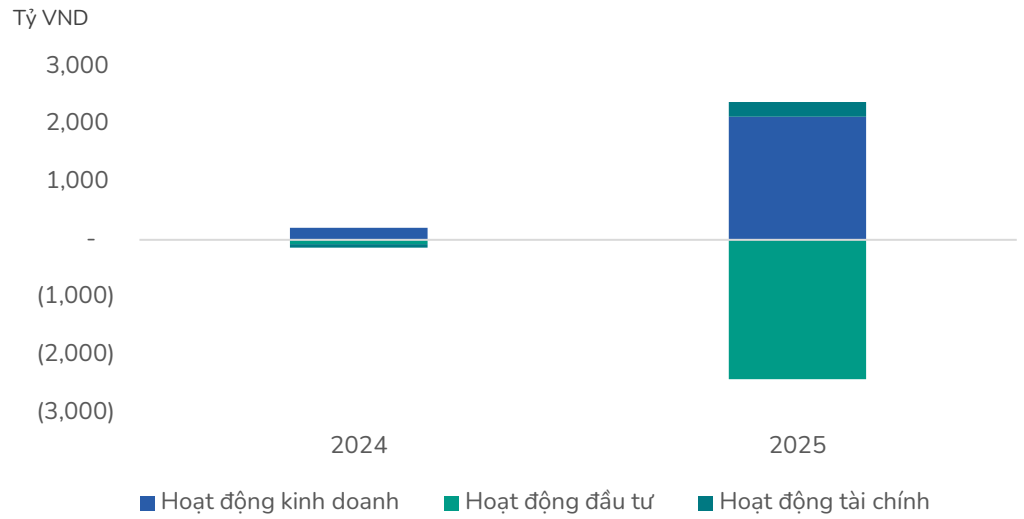
VVS tăng chiếm dụng nguồn vốn của nhà sản xuất từ năm 2024



Nguồn: BSC Research, VVS, nợ vay ngắn hạn bao gồm nợ vay ngân hàng và phải trả Upass ngân hàng

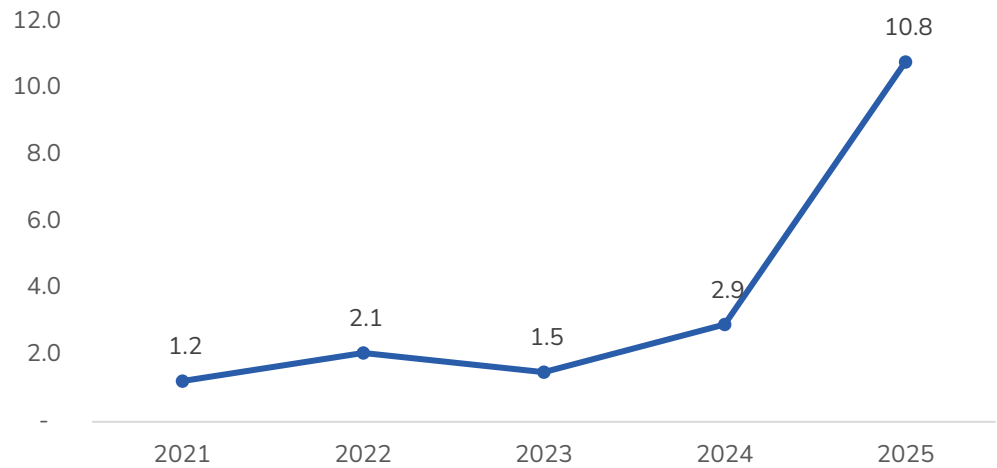
Trong hoạt động nhập khẩu, công ty thường xuyên sử dụng hình thức LC Upass, về bản chất là một khoản vay ngắn hạn. Do đó, khi đánh giá khả năng thanh toán lãi vay, chúng tôi đã điều chỉnh để bao gồm cả chi phí liên quan đến LC Upass vào chi phí lãi vay nhằm phản ánh thận trọng hơn rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Theo đó, khả năng thanh toán của VVS đã cải thiện đáng kể từ mức 2.9 lần năm 2024 lên mức 10.8 lần trong năm 2025 nhờ tận dụng nguồn vốn lưu động phải trả người bán ngắn hạn.

Trong năm 2025, công ty chiếm dụng nguồn vốn nhà sản xuất để gửi tiết kiệm, hưởng chênh lệch lãi suất



Nguồn: BSC Research, VVS

Khả năng thanh toán lãi vay tăng nhanh từ năm 2024 nhờ chiếm dụng nguồn vốn ngắn hạn chi phí thấp từ nhà sản xuất



Nguồn: BSC Research, VVS, khả năng thanh toán = (EBIT + lãi tiền gửi) / (chi phí lãi vay + phí LC Upass)

V. CẬP NHẬT KQKD Q4/2025

Tỷ VND	4Q2025	4Q2024	% YoY	% QoQ	2025	2024	% YoY
Doanh thu	2,606	1,210	115%	17%	8,050	3,891	107%
Phân phối xe	2,539	1,163	118%	16%	7,848	3,746	110%
Phụ tùng, sửa chữa	68	47	44%	47%	203	145	40%
Lợi nhuận gộp	234	81	188%	57%	572	280	104%
Phân phối xe	209	63	231%	57%	504	225	124%
Phụ tùng, sửa chữa	25	19	32%	56%	69	56	23%
Chi phí bán hàng	45	29	55%	50%	125	94	27%
Chi phí QLDN	37	25	48%	32%	108	75	43%
EBIT	152	27	459%	67%	339	111	212%
Doanh thu TC	66	16	313%	35%	180	105	70%
Chi phí TC	23	33	-30%	-15%	117	126	-7%
-Lãi vay	12	3	300%	0%	39	27	44%
LNTT	195	9	2067%	76%	401	89	360%
LNST	156	7	2129%	75%	321	69	372%
LNST-CĐTĐ	156	7	2129%	75%	321	69	372%
			Thay đổi	Thay đổi			Thay đổi
% SG&A/doanh thu	3.1%	4.5%	-1.3%	0.5%	2.8%	4.3%	-1.5%
Biên lợi nhuận gộp	9.0%	6.7%	2.3%	2.3%	7.1%	7.2%	-0.1%
Phân phối xe	8.2%	5.4%	2.8%	2.1%	6.4%	6.0%	0.4%
Phụ tùng, sửa chữa	37.0%	40.4%	-3.5%	2.2%	34.0%	38.6%	-4.6%

Nguồn: BSC Research, VVS

Tóm tắt KQKD Q4/2025: doanh thu, lợi nhuận lập kỷ lục mới

Doanh thu đạt 2,606 tỷ đồng (+115% YoY, +17% QoQ), lợi nhuận thuần đạt 156 tỷ đồng (gấp 22 lần cùng kỳ, +75% QoQ).

Lũy kế cả năm 2025: doanh thu đạt 8,050 tỷ đồng (+107% YoY), lợi nhuận thuần đạt 321 tỷ đồng (+372% YoY).

Phân tích sâu KQKD Q4/2025:

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ chính phủ đẩy mạnh khởi công nhiều dự án trọng điểm trên toàn quốc, tạo cú hích lớn đối với các doanh nghiệp vận tải, nhà thầu công trình – là các khách hàng chính của VVS.

Biên lợi nhuận gộp đạt 9%, cao đột biến trong năm chủ yếu do nhận thưởng doanh số 136 tỷ đồng cả năm vào quý 4 hằng năm. Nếu loại bỏ khoảng thưởng bất thường này, biên gộp Q4 đạt 5.6% như 9T2025.

Lợi nhuận ròng từ tài chính đạt 43 tỷ đồng, cùng kỳ lỗ tài chính 17 tỷ đồng, chủ yếu gia tăng các khoản tiền gửi ngân hàng trong khi kéo dài thời gian trả tiền người bán.

VI. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

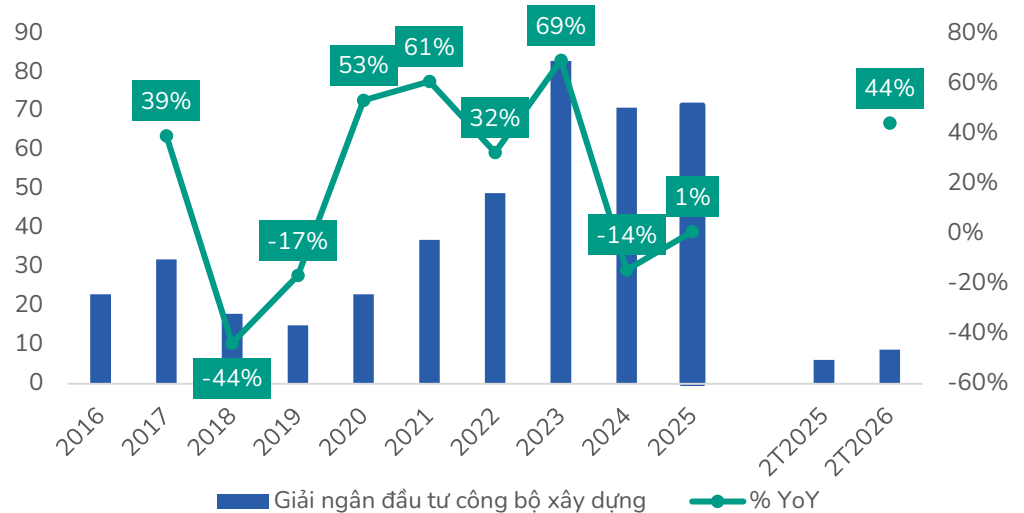
1. Đầu tư công tăng tốc tạo động lực chính thúc đẩy nhu cầu xe chuyên dụng, xe tải hạng nặng và xe đầu kéo.

Giai đoạn 2024–2025, hoạt động đầu tư hạ tầng gặp nhiều gián đoạn do vướng mắc về thể chế, khiến tiến độ triển khai chậm. Bước sang năm 2025, Chính phủ đã tập trung tháo gỡ các điểm nghẽn pháp lý, tạo nền tảng để từ năm 2026 đẩy mạnh giải ngân đầu tư công.

Ngày 19/12/2025, Việt Nam đồng loạt khởi công và khánh thành 234 dự án trọng điểm trên toàn quốc, bao gồm cao tốc, sân bay quốc tế, cảng nước sâu và trung tâm logistics. Việc triển khai đồng thời nhiều dự án quy mô lớn sẽ thúc đẩy các nhà thầu gia tăng đầu tư vào xe tải hạng nặng và xe chuyên dụng (xe ben, xe bồn...), nhằm đáp ứng tiến độ thi công. Trong giai đoạn tiếp theo, khi hạ tầng logistics được cải thiện, năng lực cạnh tranh của ngành vận tải sẽ tăng lên, kéo theo nhu cầu mở rộng đội xe đầu kéo và xe tải phục vụ vận chuyển hàng hóa.

Kỳ vọng năm 2026, bộ xây dựng sẽ tập trung đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng

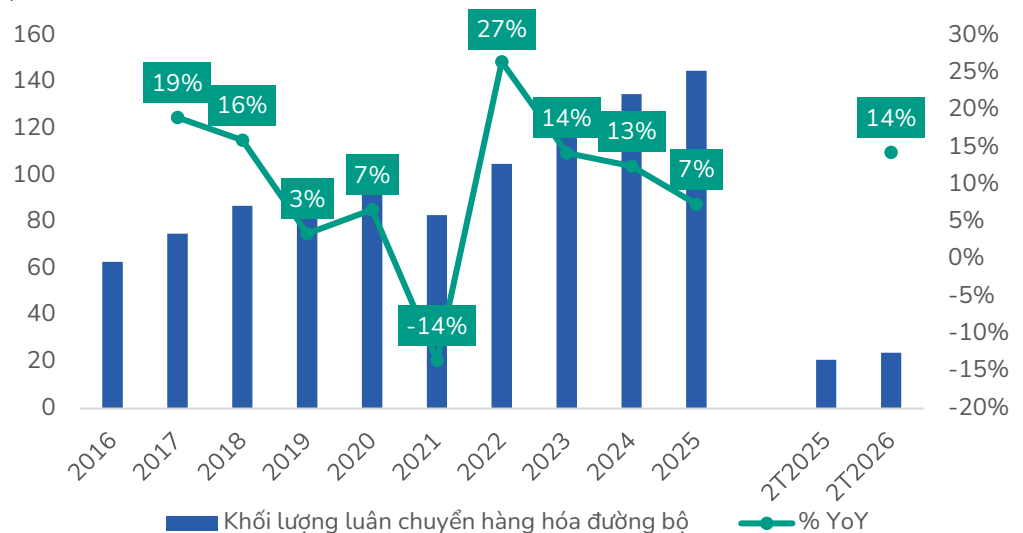
Ngàn tỷ VND



Nguồn: BSC Research, GSO

Vận chuyển hàng hóa đường bộ tăng 14% trong 2 tháng đầu năm 2026

Tỷ tấn/km



Nguồn: BSC Research, GSO

2. Quy định khí thải mới tạo ra làn sóng thay thế đội xe cũ sau nhiều năm trì hoãn.

Tháng 11/2025, Phó Thủ tướng Trần Hồng Hà ký Quyết định số 43/2025/QĐ-TTg, quy định lộ trình áp dụng quy chuẩn kỹ thuật quốc gia về khí thải đối với ô tô đang lưu hành. Trước đó, Quyết định 49/2011 chỉ áp dụng cho xe sản xuất, lắp ráp và nhập khẩu mới và bỏ qua các xe đang vận hành, khiến đội xe tải và xe đầu kéo tại Việt Nam già hóa nhanh.

Lộ trình siết khí thải ô tô ở Việt Nam

Năm sản xuất	Chuẩn khí thải	Thời điểm áp dụng
Trước 1999	Euro 1	1/3/2026
1999-2016	Euro 2	1/3/2026
2017-2021	Euro 3	1/3/2026
	Euro 4	1/1/2027 tại Hà Nội và TP.HCM
Từ 2022	Euro 4	1/3/2026
	Euro 5	1/1/2028 tại Hà Nội và TP.HCM, các địa phương khác từ 1/1/2032
Tất cả loại xe	Euro 2	Từ 2029 tại Hà Nội và TP.HCM

Nguồn: quyết định số 43/2025/QĐ-TTg, BSC Research tổng hợp

Quy định mới được kỳ vọng sẽ tạo ra làn sóng thay xe trên diện rộng, đặc biệt trong phân khúc xe tải và xe đầu kéo, khi phần lớn các mẫu xe sản xuất mới hiện nay đã đáp ứng tiêu chuẩn Euro 5 trở lên. Theo báo cáo độc lập của VLR (chuyên trang logistic Việt Nam -[link tham khảo](#)), ước tính có hơn 750,000 xe tải và xe đầu kéo trên 10 năm tuổi (sản xuất trước năm 2015) không đạt chuẩn Euro 4, thậm chí nhiều xe không đáp ứng Euro 3. Chi phí nâng cấp hệ thống khí thải lên Euro 5 ước đạt khoảng 150–300 triệu đồng/xe, tương đương 20–40% giá trị một chiếc xe mới, khiến phương án thay xe trở nên hợp lý hơn về mặt kinh tế.

Thực tế triển khai cho thấy mức độ sàng lọc đang diễn ra nhanh chóng. Chỉ trong 20 ngày áp dụng quy trình kiểm định khí thải mới, số lượng xe không đạt tiêu chuẩn đã tăng mạnh, với xe xăng tăng gấp đôi và xe dầu Diesel tăng gấp ba so với tháng trước. Hiệp hội vận tải ô tô Việt Nam cũng thừa nhận phần lớn phương tiện không đạt tiêu chuẩn khí thải là nhóm xe đã cũ, công nghệ lạc hậu, khó đáp ứng tiêu chuẩn mới.

Doanh thu của VVS năm 2025 đạt mức kỷ lục 8,051 tỷ đồng (+107% YoY) đã phản ánh tình trạng mua xe trước để đáp ứng quy định trên bên cạnh nhu cầu từ đầu tư công.

Tuy nhiên, quy mô đội xe không đạt chuẩn tương đối lớn ước tính trên 750,000 xe trong khi doanh số xe tải ở tất cả các phân khúc và xe đầu kéo bán ra hằng năm của Việt Nam ước tính khoảng 45,000 - 50,000 xe, do đó, **BSC cho rằng doanh số của VVS vẫn có thể tăng trưởng 14%/năm trên nền cao trong giai đoạn 2026 – 2027 và điều chỉnh giảm 7% từ năm 2028.**

Dữ liệu đầu năm 2026 tiếp tục củng cố xu hướng này. Tính đầu năm đến 15/03/2026, số liệu từ tổng cục hải quan cho thấy lượng xe tải nhập khẩu đạt 8.865 chiếc (+121% YoY), cho thấy nhu cầu vẫn duy trì ở mức rất tích cực. Theo đó, doanh thu VVS trong Q1/2026 được kỳ vọng vượt 2.000 tỷ đồng (+82% YoY), tiếp tục phản ánh động lực tăng trưởng từ chu kỳ thay thế xe.

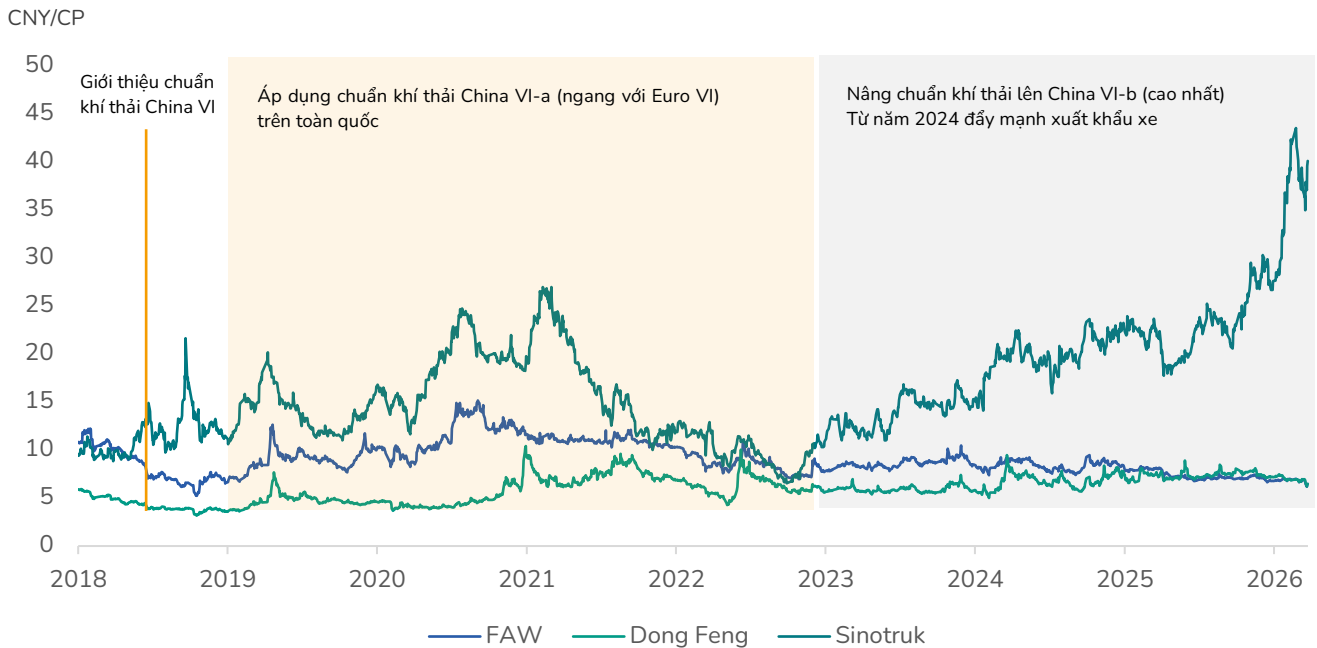
Số lượng xe tải nhập khẩu trong 2.5 tháng đầu của Việt Nam năm tăng 121% YoY (gồm xe đầu kéo, xe chuyên dụng, xe tải)



Nguồn: BSC Research, Tổng cục hải quan (số liệu 3T tính từ 01/01 đến 15/03).

Tham khảo thị trường Trung Quốc, doanh số xe tải đã có chuyển biến tích cực trước khi áp dụng chuẩn khí thải mới từ năm 2019 và doanh số đạt đỉnh trong năm 2021 sau khi đội xe tải cũ đã hoàn toàn được thay thế. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý doanh số xe tải hạng nặng ở Trung Quốc trong năm 2022 giảm -45% YoY trước khi phục hồi khoảng 30% YoY trong năm 2023.

Các cổ phiếu công ty xe tải ở Trung Quốc có mức tăng 115% đến 250% trong giai đoạn đầu áp quy định siết khí thải và giảm dần sau đó do chịu ảnh hưởng xấu từ vĩ mô như vỡ bong bóng BĐS và FED tăng lãi suất.



Nguồn: BSC Research, Bloomberg, IEA

3. Viết tiếp câu chuyện tăng trưởng giai đoạn 2028 – 2030 với khoản đầu tư vào nhà máy lắp ráp ô tô trong nước giúp giá bán xe tải giảm 10%.

Đại hội cổ đông 2025, VVS đã thông qua nghị quyết thành lập công ty con VMAS nhằm hợp tác với Sinotruk và đầu tư xây dựng nhà máy lắp ráp ô tô ở Việt Nam. Đây được xem là bước đi chiến lược giúp doanh nghiệp mở rộng vai trò trong chuỗi giá trị ngành xe tải.

Hiện tại, các sản phẩm Howo đang chịu thuế nhập khẩu 5% đối với xe đầu kéo, 25–30% đối với xe tải thùng và xe chuyên dụng, trong khi linh kiện, phụ tùng được áp dụng mức 0%. Trong năm 2025, BSC ước tính VVS đã nộp khoảng 320 tỷ đồng thuế nhập khẩu và 128 tỷ đồng VAT cho sản phẩm xe tải thùng, lưu ý VAT được tính trên cả thuế nhập khẩu.

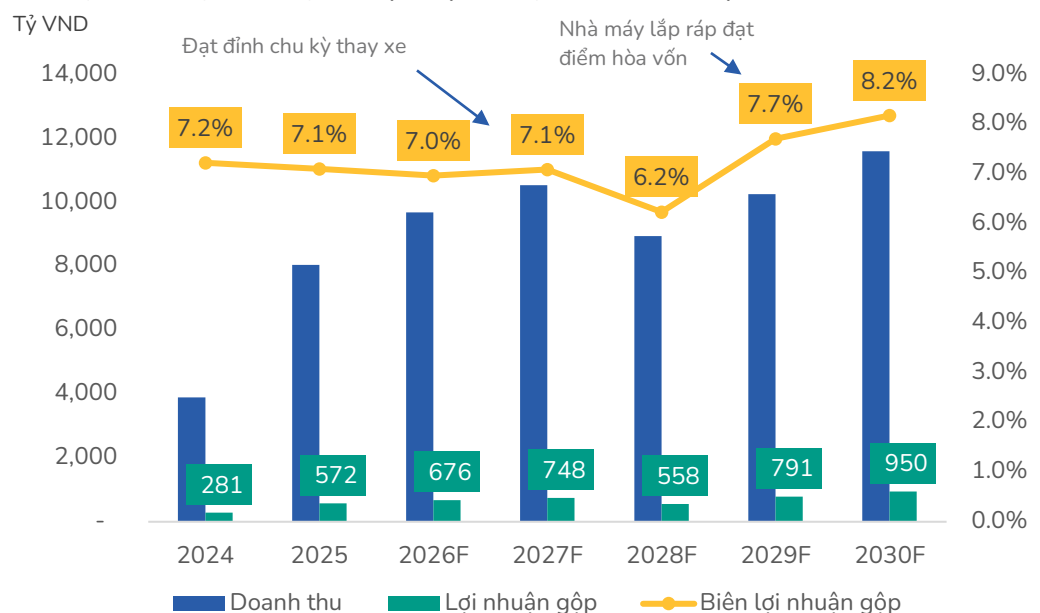
Nhà máy lắp ráp trong nước có thể giúp giá thành sản xuất xe tải Howo giảm khoảng 10%, nhờ tiết kiệm thuế nhập khẩu, VAT, ưu đãi thuế doanh nghiệp, trong khi vẫn duy trì mức chiết khấu 6% cho hệ thống đại lý. BSC ước tính chỉ riêng VVS đã bàn giao khoảng 1.710 xe tải thùng Howo trong năm 2025, tương đương 11% công suất của nhà máy lắp ráp.

Theo đó, BSC cho rằng nếu giá bán giảm 10%, doanh số xe tải Howo hoàn toàn có khả năng vượt ngưỡng hòa vốn 4.500 xe/năm (30% công suất của nhà máy) trong năm 2029, đồng thời giúp mảng phân phối xe, mảng bán phụ tùng gia tăng doanh số và cải thiện biên lợi nhuận gộp của xe tải từ 6.4% lên 7.5% (biên gộp có thể tăng lên trên 10% khi hiệu suất nhà máy trên 65%).

Như vậy, sau giai đoạn thị trường hoàn thành thay mới đội xe cũ (2025 – 2027), nhà máy lắp ráp sẽ là động lực tăng trưởng kế tiếp cho VVS giai đoạn 2028 - 2030. BSC kỳ vọng trong năm 2028, doanh số xe đầu kéo, xe chuyên dụng có thể giảm 30% nhưng doanh số xe tải thùng có thể tiếp tục tăng trưởng 30% giúp doanh số của công ty chỉ giảm 7%.

Doanh thu của VVS trong giai đoạn 2024 – 2028 tăng trưởng trung bình 23%/năm, trong đó chu kỳ thay thế xe đạt đỉnh năm 2027. Sau khi nhà máy lắp ráp đi vào hoạt động, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của VVS giai đoạn 2028 - 2032 tăng trưởng trung bình 13%/năm.

Kỳ vọng nhà máy lắp ráp xe tải đi vào hoạt động từ năm 2028 sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng của công ty sau giai đoạn thị trường đã thay mới đội xe.



Nguồn: BSC Research dự phóng, VVS

Thông tin của nhà máy

Vốn đầu tư	50 triệu USD (1,303 tỷ VND).
Quy mô dự án	Sản xuất, lắp ráp sơ-mi rô-móc, thân xe, thùng xe: 10,000 sản phẩm/năm (doanh thu dự kiến 400 tỷ đồng/năm). Sản xuất, lắp ráp các loại ô tô (chủ yếu xe tải): 15,000 xe/năm (doanh thu dự kiến 8,000 tỷ đồng/năm). Xuất khẩu, nhập khẩu, bán buôn các sản phẩm chính. Doanh thu dự kiến 1,000 tỷ đồng/năm .
Địa điểm	Khu công nghiệp phi thuế quan Nam Đình Vũ – khu 1, Hải Phòng (10.5 ha), các lợi thế đặc biệt: <ul style="list-style-type: none"> Miễn thuế nhập khẩu cho sản phẩm phục vụ xuất khẩu, miễn VAT trong khu, giao dịch như xuất khẩu trực tiếp. Gần cảng biển giúp giảm chi phí logistics.
Vốn điều lệ công ty con	453 tỷ VND (VVS góp vốn 100%).
Tiến độ	29/09/2025, đặt cọc 33 tỷ VND với công ty Đầu tư Sao Đỏ để thuê đất. 26/12/2025, hoàn thành góp vốn 50 tỷ VND thành lập công ty con. 21/03/2026, BQL khu kinh tế Hải Phòng cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư. Q1/2028: vận hành nhà máy lắp ráp ô tô. Q4/2028: vận hành xưởng đóng thùng.
Đối tác	Sinotruk chuyển giao công nghệ.

Nguồn: BSC Research, VVS

VII. THÔNG TIN KHÁC

VVS đã trình ĐHCĐ 2026 phương án chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1, giá phát hành 25.000 đồng/CP, kiến huy động khoảng 538 tỷ đồng. Mục tiêu chính của đợt phát hành là tái cấu trúc bảng cân đối kế toán thông qua việc giảm dư nợ vay ngân hàng.

Đáng chú ý, các khoản vay hiện hữu của VVS đều được đảm bảo bằng tiền gửi có kỳ hạn. Do đó, BSC cho rằng việc tắt toán hoặc giảm dư nợ sẽ cho phép doanh nghiệp giải phóng một phần đáng kể lượng tiền gửi đang thế chấp (khoảng 3.640 tỷ đồng). Nguồn vốn này có thể được tái phân bổ linh hoạt, trong đó trọng tâm là góp vốn vào công ty con VMASS để triển khai dự án nhà máy lắp ráp ô tô, đồng thời giảm áp lực tài chính tại công ty mẹ, cải thiện khả năng thanh khoản và tối ưu chi phí vốn.

VIII. RỦI RO

Rủi ro tỷ giá: Toàn bộ xe Howo hiện đang được nhập khẩu từ Trung Quốc và khoản phải trả người bán chiếm 64% nguồn vốn. Sử dụng đồng tiền USD để thanh toán.

Rủi ro đối tác: Sinotruk đã là đối tác quan trọng của VVS trong 15 năm qua với nhiều ưu đãi về thanh toán, độc quyền bảo hành và phụ thuộc vào VVS đến hơn 80% số lượng xe Howo bán ra ở Việt Nam. Nếu mối quan hệ hợp tác này không được duy trì, triển vọng của VVS sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực.

Rủi ro lãi suất và giá nhiên liệu tăng cao sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của các doanh nghiệp logistic và trực tiếp làm giảm nhu cầu mua xe tải, xe đầu kéo.

Ảnh hưởng của xe tải điện: Tham khảo thị trường Trung Quốc, xe tải điện hạng nặng có giá bán cao hơn khoảng 30% so với xe diesel, dù thị phần đã tăng mạnh lên khoảng 20% nhờ chi phí vận hành vòng đời thấp hơn 30-40% (link [tham khảo](#)). Tuy nhiên, trong bối cảnh Việt Nam, mức giá đầu tư ban đầu cao lên đến 3 tỷ đồng mỗi xe đầu kéo điện – cao hơn gấp đôi so với xe truyền thống, chi phí logistics vốn đã ở mức cao so với thế giới, cùng với hạ tầng trạm sạc chưa phát triển và thời gian dừng xe kéo dài, sẽ tiếp tục là rào cản lớn, khiến quá trình chuyển đổi sang xe tải điện hạng nặng khó có thể diễn ra trong trung hạn.

Bản thân tập đoàn Sinotruk cũng đẩy mạnh phát triển xe tải điện ở quê nhà với doanh số xe tải nặng điện trong 7 tháng đầu năm 2025 đạt trên 10,000 xe (+236% YoY), chiếm 12.5% thị phần xe tải điện Trung Quốc. Do đó, nếu Việt Nam có các chính sách hỗ trợ loại hình sản phẩm này trong nước, Sinotruk vẫn có thể hưởng lợi nhờ kinh nghiệm đã tích lũy.

IX. DỰ PHÓNG KQKD 2026 – 2027

Tổng hợp các kịch bản dự phóng

Kịch bản	Cơ sở (1)	Tiêu cực (2)
Giả định	Nhu cầu từ đầu tư công và thay thế xe đáp ứng quy định khí thải dẫn dắt tăng trưởng. Giá nhiên liệu và lãi suất vay hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2026	Giá nhiên liệu và lãi suất vay duy trì cao hết năm 2026, khiến nhu cầu xe chậm lại so với kịch bản cơ sở.
Tác động trong năm 2026	Doanh thu 9,695 tỷ đồng (+20% YoY) LNST-CĐTS 355 tỷ đồng (+11% YoY). Doanh số xe đạt 7,472 xe, +21% YoY. Biên lợi nhuận gộp đạt 6.8%, giảm 30 bps.	Doanh thu 8,374 tỷ đồng (+4% YoY, thấp hơn 14% so với KB cơ sở) LNST-CĐTS 285 tỷ đồng (-11% YoY, thấp hơn 20% so với KB cơ sở). Doanh số xe đạt 6,460 xe, +5% YoY. Biên lợi nhuận gộp đạt 6.5%, giảm 60 bps.

Nguồn: BSC Research

Dự báo năm 2026

Doanh thu đạt 9,695 tỷ đồng (+20% YoY) nhờ:

- Các nhà thầu xây dựng tăng cường đội xe phục vụ các dự án đầu tư công.
- Các doanh nghiệp vận tải dần thay thế đội xe cũ để đáp ứng tiêu chuẩn khí thải mới.

Lợi nhuận ròng từ tài chính đạt 119 tỷ đồng, tăng 89% so với năm 2025, chủ yếu do lãi tiền gửi tăng theo lãi suất.

LNST-CĐTS đạt 396 tỷ đồng (+23% YoY).

Lưu ý lợi nhuận quý 4 sẽ chiếm phần lớn do thưởng doanh số cả năm của công ty sẽ ghi nhận trong thời gian này.

Dự báo năm 2027: Doanh thu và LNST-CĐTS lần lượt đạt 10,545 tỷ đồng (+9% YoY) và 425 tỷ đồng (+8% YoY) với các yếu tố hỗ trợ tương tự như năm 2026.

Bảng so sánh kế hoạch và thực hiện của VVS

	2022	2023	2024	2025	2026F
Kế hoạch					
Doanh thu	4,000	4,400	3,000	4,200	9,500
LNTT	40	42	28	90	460
Thực tế					
Doanh thu	4,094	2,265	3,891	8,051	9,695
LNTT	35	22	88	401	495
Tỷ lệ thực tế/kế hoạch					
Doanh thu	102%	51%	130%	192%	102%
LNTT	88%	52%	316%	446%	108%

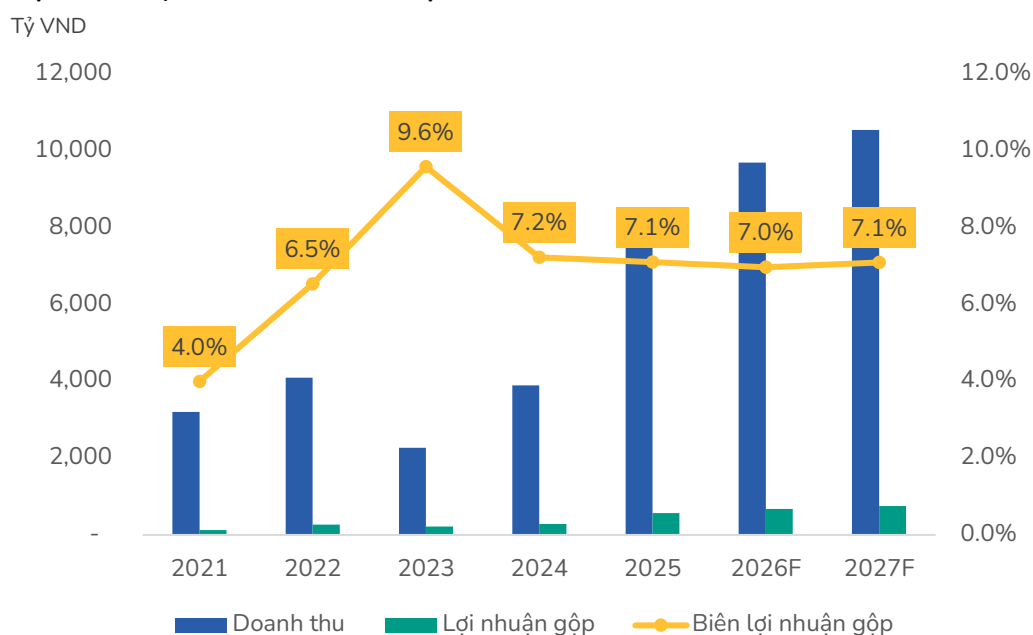
Nguồn: BSC Research dự phóng năm 2026, VVS

Kịch bản 1

(Tỷ VND)	2025	%YoY	2026F	% YoY	2027F	% YoY
Doanh thu thuần	8,051	107%	9,695	20%	10,545	9%
Phân phối xe	7,848	110%	9,451	20%	10,280	9%
Phụ tùng, sửa chữa	203	41%	244	20%	265	9%
Lợi nhuận gộp	572	103%	676	18%	748	11%
Phân phối xe	504	124%	595	18%	658	10%
Phụ tùng, sửa chữa	68	-53%	81	18%	90	12%
Chi phí bán hàng	125	30%	160	28%	174	9%
Chi phí QLDN	108	50%	140	29%	153	9%
EBIT	339	200%	376	11%	422	12%
Doanh thu tài chính	180	73%	237	32%	231	-3%
Chi phí tài chính	117	-7%	118	2%	121	2%
-Lãi vay	39	46%	52	34%	52	0%
LNTT	401	354%	495	23%	532	8%
LNST	321	369%	396	23%	425	8%
LNST-CĐTS	321	369%	396	23%	425	8%
		Thay đổi		Thay đổi		Thay đổi
% SG&A/doanh thu	2.9%	-1.4%	3.1%	0.2%	3.1%	0.0%
% Biên lợi nhuận gộp	7.1%	-0.1%	7.0%	-0.1%	7.1%	0.1%
Phân phối xe	6.4%	0.4%	6.3%	-0.1%	6.4%	0.1%
Phụ tùng, sửa chữa	34%	-66.4%	33%	-0.6%	34%	1.0%

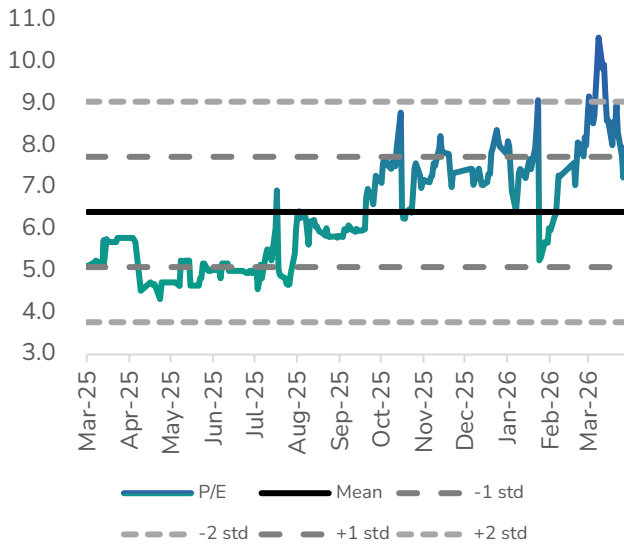
Nguồn: VVS, BSC Research ước tính

Dự báo kết quả kinh doanh VVS kịch bản 1

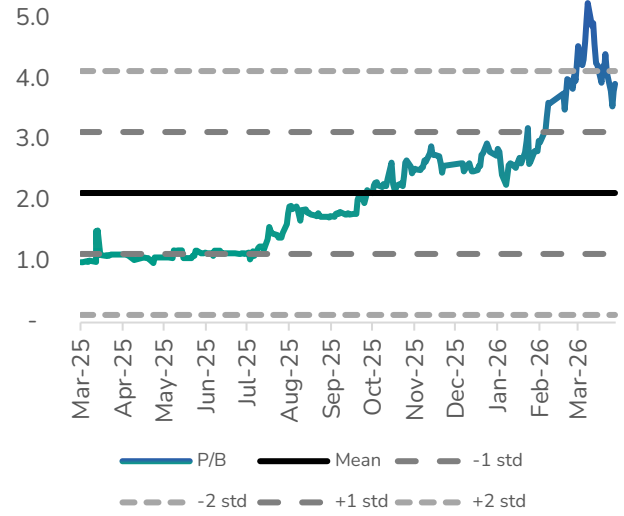


Nguồn: BSC Research dự phóng, VVS

Hình 14: Stock PE



Hình 15: Stock PB



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	3,891	8,051	9,695	10,545
Giá vốn hàng bán	3,610	7,479	9,019	9,797
Lợi nhuận gộp	281	572	676	748
Chi phí bán hàng	96	125	160	174
Chi phí QLDN	72	108	140	153
Lãi/lỗ HDKD	113	339	376	422
Doanh thu tài chính	104	180	237	231
Chi phí tài chính	126	117	118	121
Chi phí lãi vay	27	39	52	52
Lợi nhuận từ CTLD/LK	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	(3)	(1)	0	0
LN trước thuế	88	401	495	532
Thuế thu nhập DN	20	80	99	106
LN sau thuế	68	321	396	425
CĐTS	0	0	0	0
LNST-CĐTS	68	321	396	425
EBITDA	119	445	550	587
EPS	3,179	14,919	18,382	19,764

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
(lỗ)/LNST	68	321	396	425
Khấu hao và phân bổ	4	4	4	3
Thay đổi vốn lưu động	201	1,870	(334)	3
Điều chỉnh khác	(63)	(62)	0	0
LCTT từ HĐ KD	211	2,133	66	432
Tiền chi mua TSCĐ	(0)	(3)	(435)	(435)
Đầu tư khác	78	83	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	(72)	(2,418)	(435)	(435)
Tiền chi trả cổ tức	0	(22)	0	0
Tiền từ vay ròng	(64)	282	425	425
Tiền thu khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	(64)	260	425	425
Dòng tiền đầu kỳ	37	112	87	143
Tiền trong kỳ	75	(25)	56	423
Dòng tiền cuối kỳ	112	87	143	566

CĐKT (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	2,278	5,079	5,592	6,151
Tiền & Tương đương tiền	112	87	143	566
Đầu tư ngắn hạn	0	16	16	16
Phải thu ngắn hạn	1,406	4,192	4,359	4,402
Hàng tồn kho	751	776	1,066	1,160
TS ngắn hạn khác	9	8	8	8
Tài sản dài hạn	38	37	469	901
Tài sản hữu hình	31	30	461	893
Tài sản dở dang dài hạn	1	0	0	0
Đầu tư dài hạn	4	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	3	8	8	8
Tổng Tài sản	2,316	5,116	6,062	7,052
Tổng nợ ngắn hạn	1,946	4,464	4,588	4,728
Nợ phải trả	1,354	3,269	3,393	3,533
Vay ngắn hạn	276	558	558	558
Nợ ngắn hạn khác	315	637	637	637
Tổng nợ dài hạn	17	0	425	850
Vay dài hạn	0	0	425	850
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	17	0	0	0
Tổng nợ phải trả	1,963	4,464	5,013	5,578
Vốn góp	215	215	215	215
Thặng dư vốn cổ phần	4	4	4	4
LN chưa phân phối	133	433	828	1,254
Vốn chủ khác	0	0	0	0
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	353	652	1,048	1,473
Tổng nguồn vốn	2,316	5,116	6,061	7,051
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	22	22	22	22

Chỉ số (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	1.2	1.1	1.2	1.3
Hệ số TT nhanh	0.2	0.1	0.1	0.2
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	85%	87%	83%	79%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	557%	684%	478%	379%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	0.2	0.1	0.1	0.1
Số ngày phải thu	0.0	0.0	0.1	0.1
Số ngày phải trả	0.3	0.4	0.4	0.3
CCC	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	7%	7%	7%	7%
Biên Lợi nhuận ròng	2%	4%	4%	4%
ROE	21.50%	63.93%	46.55%	33.75%
ROA	3.27%	8.64%	7.08%	6.49%
Định giá				
PE	21.6	8.0	6.5	6.0
PB	0.0	3.9	2.4	1.7
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	72%	107%	20%	9%
Tăng trưởng EBIT	107%	283%	24%	7%
Tăng trưởng LNNT	306%	354%	23%	8%
Tăng trưởng EPS	296%	369%	23%	8%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Phường Hoàn Kiếm,
Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Sài Gòn,
Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510



<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thùy Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyrch@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn