

Ngành: Công nghệ thông tin | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ		MUA	CTCP CÔNG NGHỆ - VIỄN THÔNG ELCOM (HSC: ELC) HƯỞNG LỢI TỪ VIỆC THÚC ĐẨY ĐẦU TƯ CÔNG		
Giá hiện tại:	23,700	Ngày viết báo cáo:	10/05/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước đây	21,600	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	82.3	Phan Chiến Thắng	9.37%
Giá mục tiêu mới:	29,500	Vốn hóa (tỷ đồng)	1770	CTCP Chứng khoán SSI	5.85%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân 10 phiên:	195,240	Trần Hùng Giang	5.85%
Tiềm năng tăng giá	25%	Sở hữu nước ngoài	9.73%		

Bộ phận Research:

Trần Lâm Tùng,
Tungtl@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

So với báo cáo trước đó, BSC duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ELC với giá mục tiêu **29,500 VNĐ/CP** (+25%/36% so với lần lượt giá ngày 10/05/2024 và khuyến nghị gần nhất ngày 04/08/2023) dựa trên:

- (1) BSC sử dụng mức EPS của năm 2025 nhằm phản ánh đầy đủ triển vọng của ELC do (i) 2025 là năm mà hàng loạt các dự án CTBN hoàn thành, chính phủ kỳ vọng sẽ lắp đặt đồng bộ trên toàn bộ các cao tốc còn lại sau khi những khó khăn liên quan đến chi phí vận hành được giải quyết trong 2024 (ii) ELC là doanh nghiệp có tiềm năng trúng thầu các dự án ITS cao nhất trong số 3 doanh nghiệp ITS nội địa
- (2) Mức P/E mục tiêu = 17 lần (i) tương đương mức P/E mục tiêu trong báo cáo trước đó dựa trên mức P/E trung bình 5 năm (21 lần) chiết khấu 20% cho các chi phí cơ hội, (ii) mức CAGR kỳ vọng đạt 23.6%/năm trong giai đoạn 2021 - 2026 .

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- (1) KQKD Q2.2024 kỳ vọng tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ nhờ ghi nhận dự án Diễn Châu – Bãi Vọt.
- (2) ELC đạt điểm rơi tăng trưởng vào năm 2025 nhờ (i) nhu cầu ITS bùng nổ tại các cao tốc, tuyến đường nội đô (ii) ELC chiếm 60% thị phần ITS tại Việt Nam.
- (3) Dự án văn phòng cho thuê tại 18 Nguyễn Chí Thanh kỳ vọng tạo tăng trưởng bền vững từ năm 2026 nhờ (i) ELC hoàn thành chi phối 100% và tiến hành xây dựng trong 2024 (ii) ước tính lợi nhuận đem lại hằng năm khoảng 40 – 50 tỷ đồng tương đương 31% lợi nhuận năm 2025.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC dự báo ELC ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt **1,249 tỷ đồng (+27% yoy)** và **110 tỷ đồng (+42% yoy)**, điều chỉnh lần lượt -7%/+18% so với báo cáo trước đó, tương đương EPS FW 2024 = 1,334 VNĐ/CP, PE FW 2024 = 16 lần.

Năm 2025, BSC dự báo ELC ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt **1,658 tỷ đồng (+34% yoy)** và **143 tỷ đồng (+30% yoy)**, tương đương EPS FW 2025 = 1,740 VNĐ/CP, P/E FW 2025 = 13 lần.

RỦI RO: (1) Tiến độ các dự án cao tốc/số lượng dự án ELC trúng thầu chậm/thấp hơn so với kỳ vọng của BSC (2) Tình hình triển khai dự án BĐS chậm hơn kỳ vọng

Chỉ số	2024F	2025F	Peer	VN-Index		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	16	13	28	13.7	Doanh thu thuần	863	980	1,239	1,658
PB (x)	1.5	1.3	1.99	1.67	Lợi nhuận gộp	140	194	269	365
PS (x)	1.6	1.1	2.7	3.2	LNST-CĐTS	31	77	110	143
ROE (%)	4%	5%	18.32%	16.8%	EPS	380	937	1,334	1,740
ROA (%)	3%	4%	7.95%	5.7%	Tăng trưởng EPS	4%	146%	42%	30%

I. CẬP NHẬT KQKD

ELC_Tỷ VNĐ	Q1.2023	Q1.2024	% YoY	2022	2023	% YoY
Doanh thu thuần	86	107	25%	863	980	14%
Lãi gộp	30	21	-28%	141	194	38%
Biên lợi nhuận gộp	34.4%	19.9%	-14.4%	16.3%	19.8%	3.5%
Thu nhập tài chính	1	10	697%	48	51	6%
Chi phí tài chính	(0)	1	-462%	(38)	(8)	-79%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(0)	(0)	-3%	(38)	(4)	-90%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	(0)	-		(1)	(2)	164%
Chi phí bán hàng	(12)	(8)		(45)	(46)	2%
CP QLDN	(13)	(16)	20%	(58)	(91)	59%
Lãi từ HĐKD	5	8	64%	47	97	108%
Thu nhập khác, ròng	(0)	(0)	26%	(1)	(1)	-10%
EBT	5	8	68%	46	97	109%
Thuế TNDN	(2)	(1)	-38%	(9)	(13)	38%
NPAT	3	7	117%	37	84	127%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(0)	0	-152%	6	7	21%
NPATMI	4	7	101%	31	77	146%
Biên lợi nhuận ròng	4%	7%	3%	4%	9%	4%

Nhận xét KQKD Q1/2024

Chúng tôi nhận thấy một số điểm cần chú ý sau:

- (1) Doanh thu thuần +25% yoy nhờ ghi nhận phần còn lại của dự án (i) cung cấp thiết bị viễn thông cho Viettel (ii) ITS nội độ tại Huế, Bình Dương.
- (2) Biên gộp giảm 14.4 điểm % svck chủ yếu do, trong Q1.2024, ELC cung cấp chủ yếu các thiết bị viễn thông có biên mỏng hơn các mảng kinh doanh còn lại.

KQKD 2023: Nhìn chung, trong 2023, KQKD của ELC cao hơn 15% so với dự phóng của BSC chủ yếu do biên lợi nhuận của các dự án ITS, cung cấp camera thông minh cho bộ Công An và Quốc Phòng cao hơn so với kỳ vọng của chúng tôi.

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với báo cáo trước đó, nhìn chung giá cổ phiếu và KQKD của ELC đều diễn biến tích cực theo như kỳ vọng ban đầu của BSC, ở thời điểm tại, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** đối với **ELC** dựa trên kỳ vọng

- (1) KQKD Q2.2024 ghi nhận tăng trưởng mạnh svck nhờ ghi nhận dự án Diễn Châu – Bãi Vọt
- (2) ELC sẽ đạt điểm rơi tăng trưởng vào năm 2025 nhờ nhu cầu (i) ITS bùng nổ tại các cao tốc, tuyến đường nội đô (ii) ELC chiếm 60% thị phần ITS tại Việt Nam.
- (3) dự án văn phòng cho thuê tại 18 Nguyễn Chí Thanh tại tăng trưởng bền vững từ năm 2026.

1. KQKD Q2.2024 kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ nhờ ghi nhận dự án Diễn Châu – Bãi Vọt

Dự án thi công ITS trên cao tốc Diễn Châu – Bãi Vọt (214 tỷ đồng) sẽ được ghi nhận trong Q2.2024 tạo tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ:

- (1) Dự án Diễn Châu – Bãi Vọt sau giai đoạn bị chậm tiến độ do vấn đề liên quan đến giải phóng mặt bằng, thiếu nguyên vật liệu đã được chính phủ đốc thúc đẩy mạnh tiến độ từ đầu năm 2024. Hiện tại, dự án cơ bản đã thông xe kỹ thuật trên 30km đầu tiên và đủ điều kiện thi công ITS.
- (2) Trong T4, ELC cơ bản đã thi công, lắp đặt xong hệ thống hạ tầng cho ITS trên cao tốc Diễn Châu – Bãi Vọt. Tiến độ thi công đang được ELC đẩy mạnh nhằm đảm bảo tiến độ bàn giao trong Q2.2024.

Hình: Phần hạ tầng đã được ELC thi công tại Diễn Châu – Bãi Vọt



Nguồn: ELC

Hình: Cao tốc Diễn Châu – Bãi Vọt thông xe từ 28/04



Nguồn: Báo giao thông

Ngoài ra, đối với triển vọng ghi nhận trong 2024, ELC có thể sẽ ghi nhận thêm một vài dự án khác như Nút giao Liềm Sơn (30 – 40 tỷ đồng) và 2 - 3 dự án thi công cho các tỉnh thành (40 – 50 tỷ đồng, tương tự dự án ITS tại Huế và Bình Dương trong năm 2023).

2. ELC sẽ đạt điểm rơi tăng trưởng vào năm 2025 nhờ nhu cầu ITS bùng nổ tại các cao tốc, tuyến đường nội đô

Nhu cầu đầu tư ITS sẽ bùng nổ trong 2025 đặc biệt tại các cụm CTBN theo chủ trương đã được thông qua từ năm 2022 về lắp đặt ITS tại 100% các cao tốc nhờ:

- (1) Hiện tại, cụm dự án CTBN mặc dù cơ bản đã hoàn thành giai đoạn 1, tuy nhiên mới chỉ có 3 dự án được thí điểm và thi công hệ thống ITS do bộ GTVT chưa có nguồn chi phí để vận hành ITS sau khi lắp đặt. BSC cho rằng vấn đề này sẽ được giải quyết trong 2024, sau khi dự thảo luật về cho phép thu phí trên các cao tốc mà nhà nước đầu tư kỳ vọng sẽ được quốc hội thông qua trong những kỳ họp sắp tới.
- (2) Năm 2025 là thời điểm hoàn thành hàng loạt các dự thuộc CTBN giai đoạn 2. Hiện tại, những khó khăn liên quan đến vấn đề giải phóng mặt bằng, thiếu nguyên vật liệu đã cơ bản được khắc phục tại hầu hết các tỉnh và địa phương; các nhà thầu, liên doanh đã bắt đầu khởi công các dự án CTBN giai đoạn 2 (5/12 dự án vượt tiến độ) đồng thời đặt mục tiêu hoàn thành trong 2025.

Hình: Dự án thuộc CTBN giai đoạn 2 cơ bản đã hoàn thành GPMB

TT	Dự án	TMĐT (tỷ VNĐ)	Tiến độ bàn giao MB	Tiến độ thi công	Đánh giá so với kế hoạch
1	Bãi Vọt Hàm Nghi	7,403	98%	13%	Chậm hơn do thời tiết

2	Hàm Nghi - Vũng Áng	10,185	98%	16%	Chậm hơn do thời tiết
3	Vũng Áng - Bùng	11,785	98%	30%	Nhanh hơn
4	Bùng - Vạn Ninh	10,526	98%	29%	Nhanh hơn
5	Vạn Ninh - Cam Lộ	10,591	80%-91%	23%	-
6	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,898	93%	14%	Chậm hơn do thời tiết
7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12,544	90-98%	17%	
8	Quy Nhơn - Chí Thạnh	12,298	100%	17%	Nhanh hơn
9	Chí Thạnh - Vân Phong	10,601	100%	26%	Nhanh hơn
10	Vân Phong - Nha Trang	12,906	100%	35%	Nhanh hơn
11	Cần Thơ - Hậu Giang	9,768	99%	17%	Chậm hơn do thiếu cát trong năm 2023
12	Hậu Giang - Cà Mau	17,485	-	17%	Chậm hơn do thiếu cát trong năm 2023

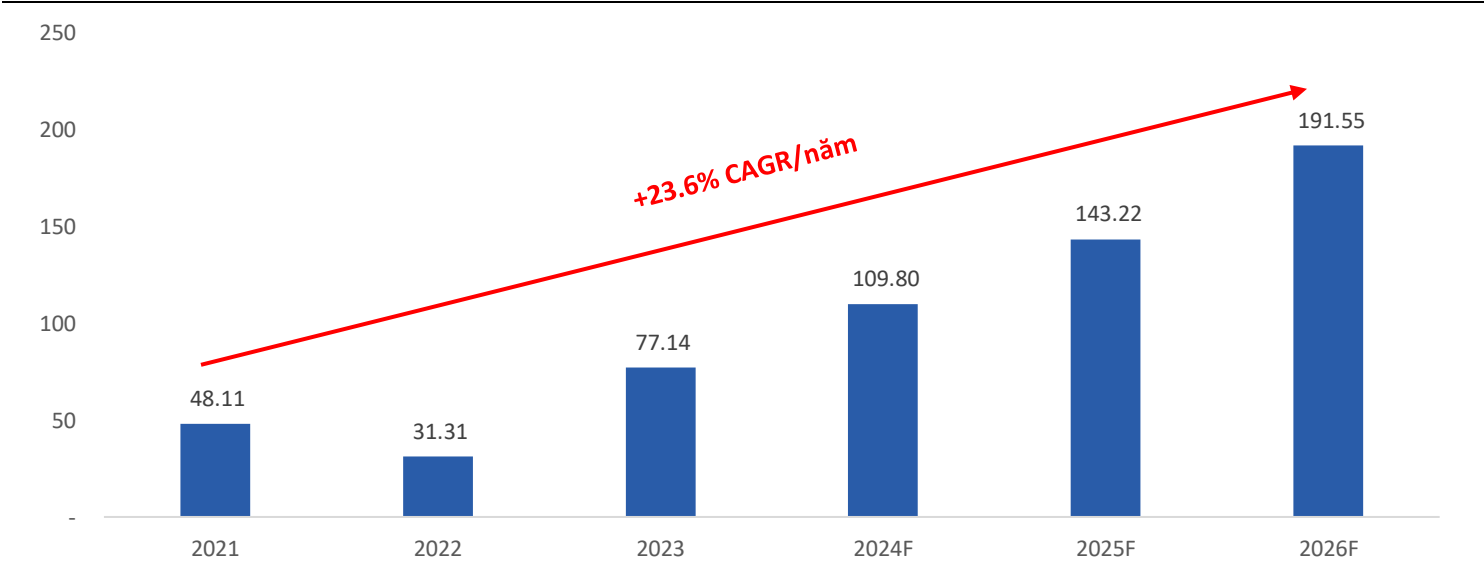
Nguồn: BSC tổng hợp

Chúng tôi duy trì quan điểm trong báo cáo trước đó rằng ELC là doanh nghiệp có tiềm năng trúng thầu nhiều dự án ITS nhất trong số 3 nhà thầu ITS nội địa tại Việt Nam ở thời điểm hiện tại:

- (1) ELC là đơn vị lớn nhất thi công lắp đặt hệ thống ITS trong 3 nhà thầu nội địa (chiếm 60% thị phần), và đã thực thi 2/3 dự án ITS được thí điểm lắp đặt trước trong năm 2023 và 2024, và hầu hết đều nhận lại kết quả đánh giá rất tích cực từ phía bộ GTVT về tốc độ, chất lượng thi công, cũng như tính phù hợp hơn so với các nhà thầu cả trong lẫn ngoài nước còn lại.
- (2) Qua trao đổi với ban lãnh đạo trong ĐHCĐ, ELC tự tin đặt kế hoạch đấu thầu thành công 9/18 dự án ITS, lắp đặt trạm thu phí không dừng sẽ được triển khai trong giai đoạn tới. Ước tính mỗi dự án sẽ có giá trị khoảng từ 250 – 300 tỷ đồng (tương đương dự án Nha Trang – Cam Lâm).

Do vậy, BSC đánh giá khi vướng mắc liên quan trong đầu tư ITS được giải quyết trong năm 2024, với vị thế và kinh nghiệm của mình sẽ giúp ELC kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng +34% yoy trong 2025.

Hình: Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận của ELC trong 2024 – 2026 (lưu ý: lợi nhuận 2026 đã bao gồm mảng cho thuê văn phòng)



Nguồn: BCTC ELC, BSC dự phóng

3. Dự án văn phòng cho thuê tại khu đất “Kim Cương” 18 Nguyễn Chí Thanh kỳ vọng tại tăng trưởng bền vững từ năm 2026.

So với báo cáo trước đó, hiện tại, ELC đã mua lại hơn 50% quyền sở hữu của CTCP Máy tính và Truyền thông Việt Nam (công ty sở hữu mảnh đất 18 Nguyễn Chí Thanh). Ban lãnh đạo công ty cũng đặt ra mục tiêu hoàn thành mua lại 100% cổ phần vào cuối Q3.2024, tiến hành khởi công xây dựng tòa nhà văn phòng từ cuối năm 2024 và bắt đầu đưa vào khai thác từ năm 2026.

Dự án tòa nhà văn phòng của ELC sẽ được xây dựng trên diện tích 2,350 m2 với 1,300 m2 sàn và 25 tầng nổi, 4 tầng hầm.

BSC ước tính dự án trên sẽ đem lại 40 tỷ đồng – 50 tỷ đồng/năm (tương đương 31% lợi nhuận năm 2025) sau khi đi vào hoạt động kể từ năm 2026 dựa trên:

- (1) Giá cho thuê = 25 USD/m2 tương đương giá cho thuê trung bình tại khu vực Nguyễn Chí Thanh tại các tòa văn phòng khác trên cùng khu vực.
- (2) Diện tích sàn cho thuê đạt trung bình 80% nhờ (i) vị trí đắc địa của tòa 18 Nguyễn Chí Thanh, nằm bên cạnh tòa Lotte Đào Tấn, đối diện Capital Palace (ii) nhiều tiện ích xung quanh trong tương lai (ga ngầm đường sắt Nhổn – ga Hà Nội), bến xe Kim Mã,... (iii) giá cho thuê kỳ vọng sẽ thấp hơn so với các tòa văn phòng cùng vị trí như Lotte Đào Tấn, hay Capital Palace,...
- (3) Biên lợi nhuận khai thác kỳ vọng = 70% tương đương tòa Elcom tại 18 Duy Tân (trụ sở của ELC, hiện đang cho Manulife thuê).

Do vậy, BSC cho rằng khi dự án 18 Nguyễn Chí Thanh đi vào khai thác ELC hoàn toàn có thể duy trì tỷ lệ tăng trưởng 23.6% CAGR/năm của giai đoạn 2021 – 2025.

Hình: Tòa 18 NCT của ELC nằm ngay tại vị trí Trung Tâm của TP. Hà Nội (chấm đỏ)



Nguồn: BSC tổng hợp

Hình: Tòa 18 NCT hiện tại



Nguồn: BSC tổng hợp

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC dự báo ELC ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 1,249 tỷ đồng (+27% yoy) và 110 tỷ đồng (+42% yoy), điều chỉnh lần lượt -7%/+18% so với báo cáo trước đó, tương đương EPS FW 2024 = 1,334 VNĐ/CP, PE FW 2024 = 16 lần, mức điều chỉnh chủ yếu đến từ:

- 1. Doanh thu mảng GTTM -15% so với báo cáo trước đó do tình hình triển khai ITS trên các CTBN giai đoạn 1 còn lại khi bộ GTVT thiếu vốn vận hành.
- 2. Biên lợi nhuận gộp = 21.7% yoy tăng 2.4% so với báo cáo trước đó do (i) biên lợi nhuận gộp năm 2023 cao hơn kỳ vọng (ii) mảng An ninh quốc phòng (ANQP) với biên lợi nhuận cao (25 -30%) đóng góp nhiều hơn vào cơ cấu doanh số.

Năm 2025, BSC dự báo ELC ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 1,658 tỷ đồng (+34% yoy) và 143 tỷ đồng (+30% yoy), tương đương EPS FW 2025 = 1,740 VNĐ/CP, P/E FW = 13 lần, dựa trên giả định:

- 1. Mảng GTTM +87% yoy nhờ (i) giả định ELC trúng thầu và thi công 3 dự án ITS trong năm 2025 (250 tỷ đồng/dự án) (ii) lượng công việc thường xuyên đi ngang svck.
- 2. Mảng ANQP và Viễn thông đi ngang svck.
- 3. Biên lợi nhuận gộp = 22% cải thiện 0.3% svck nhờ gia tăng tỷ trọng đóng góp của mảng GTTM.
- 4. Tỷ lệ SG&A/DT = 11.4% tương đương so với năm 2024.

Hình: Chi tiết giả định của BSC

	Đơn vị	TH 2023	Ước tính mới 2024	Ước tính 2025	%yoy 2024	%yoy 2025
Tài chính	Tỷ đồng					
Doanh thu thuần		980	1,239	1,658	26%	34%
GTTM		411	461	861	12%	87%
Viễn thông		343	343	346	0%	1%
ANQP		78	275	278	251%	1%
Khác		147	160	173	9%	9%
Lợi nhuận gộp		194	269	365	39%	36%
Biên lợi nhuận gộp		20%	21.7%	22.0%		
Chi phí bán hàng		(46)	(59)	(78)		
Biên chi phí bán hàng		4.7%	4.7%	4.7%		
Chi phí tài quản lý		(91)	(83)	(111)		
Biên chi phí quản lý		9.3%	6.7%	6.7%		
Chi phí tài chính		(8)	(6)	(8)		
Chi phí lãi vay		(4)	(3)	(4)		
Lợi nhuận trước thuế		97	138	180	42%	30%
Lợi nhuận sau thuế		84	120	156	42%	30%
LNST - CĐTS		77	110	143	42%	30%
EPS		937	1,334	1,740	42%	30%

Nguồn: BSC dự phóng

IV. Định giá và khuyến nghị

So với báo cáo trước đó, BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **ELC** với giá mục tiêu **29,500 VNĐ/CP** (+25%/36% so với lần lượt giá ngày 10/05/2024 và khuyến nghị gần nhất ngày 04/08/2023) dựa trên:

- (1) BSC sử dụng mức EPS của năm 2025 nhằm phản ánh đầy đủ triển vọng của ELC do (i) 2025 là năm mà hàng loạt các dự án CTBN hoàn thành, chính phủ kỳ vọng sẽ lắp đặt đồng bộ trên toàn bộ các cao tốc còn lại sau khi những khó khăn liên quan đến chi phí vận hành được giải quyết trong 2024 (ii) ELC là doanh nghiệp có tiềm năng trúng thầu các dự án ITS cao nhất trong số.
- (2) Mức P/E mục tiêu = 17 lần tương đương mức P/E mục tiêu trong báo cáo trước đó dựa trên (i) P/E trung bình 5 năm (21 lần) chiết khấu 20% cho các chi phí cơ hội (ii) mức tăng trưởng CAGR 23.6%/năm trong giai đoạn 2021 – 2026

Hình: Định giá chi tiết

	2024	2023F*
EPS	1,334	1,740
P/E		17
Giá mục tiêu		29,500

ELC đang được giao dịch ở mức P/E fw 2025 = 13 lần



IV. Rủi ro

1. Do ELC chỉ có thể thực hiện thi công ITS sau khi các tuyến cao tốc được thông xe
2. Rủi ro ELC trúng thầu ít hơn so với kỳ vọng của BSC.
3. Rủi ro tình hình triển khai dự án BĐS tại 18 Nguyễn Chí Thanh chậm hơn kỳ vọng.

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	659	863	980	1,239	1,658
Giá vốn hàng bán	(530)	(723)	(786)	(970)	(1,294)
Lợi nhuận gộp	129	140	194	269	365
Thu nhập tài chính	11	48	51	19	15
Chi phí tài chính	(5)	(39)	(8)	(6)	(8)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(4)	(38)	(4)	(3)	(4)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	20	0	(2)	(2)	(2)
Chi phí BH	(40)	(45)	(46)	(59)	(78)
Chi phí QLDN	(55)	(58)	(91)	(83)	(111)
Lãi từ HĐKD	61	47	97	139	181
Thu nhập khác, ròng	(3)	(2)	(1)	(1)	(1)
LNTT	59	47	97	138	180
Thuế TNDN	(8)	(9)	(13)	(18)	(23)
LNST	50	37	84	120	156
Lợi ích CĐKKKS	2	6	7	10	13
LNST Công ty mẹ	48	31	77	110	143
EPS	585	380	937	1,334	1,740

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	155	73	186	114	(8)
Đầu tư ngắn hạn	27	83	105	109	113
Phải thu ngắn hạn	556	535	817	1,033	1,383
Hàng tồn kho	139	124	109	111	113
TS ngắn hạn khác	1	6	5	6	9
TS ngắn hạn	878	821	1,222	1,374	1,610
Phải thu dài hạn	0	6	56	71	95
TSCĐ nguyên giá	95	160	186	188	190
Khấu hao	(85)	(91)	(96)	(105)	(113)
TSĐT nguyên giá	10	7	18	8	(1)
Khấu hao	(2)	(1)	(10)	(10)	(10)
TS dở dang dài hạn	0	1	2	-	-
ĐT dài hạn	244	235	122	122	122
TS dài hạn khác	3	7	323	409	547
TS dài hạn	267	324	601	683	830
Tổng TS	1,145	1,145	1,823	2,057	2,439
Nợ phải trả	237	204	543	655	864
Vay ngắn hạn	31	20	42	52	70
Tổng Nợ ngắn hạn	268	224	586	708	934
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	9	9	85	77	77
Tổng Nợ dài hạn	9	9	85	77	77
Tổng Nợ phải trả	277	233	670	785	1,010
Vốn góp	509	588	823	823	823
Thặng dư vốn	87	85	11	11	11
Vốn chủ khác	45	47	17	17	17
Lãi chưa phân phối	214	166	123	233	376
Lợi ích CĐTS	13	25	179	189	202
Tổng VCSH	868	911	1,153	1,273	1,429
Tổng nguồn vốn	1,145	1,145	1,823	2,057	2,439

LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(Lỗ)/LNTT	59	47	97	138	180
Khấu hao và phân bổ	7	6	8	8	8
Thay đổi vốn lưu động	(147)	(82)	4	(215)	(308)
Điều chỉnh khác	(16)	(75)	1	(16)	(21)
LCTT từ HĐKD	(97)	(104)	110	(85)	(142)
Tiền chi mua TSCĐ	11	21	(20)	10	8
Đầu tư khác	13	(11)	(14)	(6)	(6)
LCTT từ HĐĐT	6	43	18	4	2
Tiền chi trả cổ tức	-	-	-	-	-
Tiền từ vay ròng	(38)	(7)	19	10	17
Tiền thu khác	(97)	(2)	4	-	-
LCTT từ HĐTC	-	-	-	10	17
Dòng tiền đầu kỳ	305	155	73	186	114
Tiền trong kì	(150)	(82)	113	(72)	(123)
Dòng tiền cuối kỳ	155	73	186	114	(8)

Chỉ số	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hố TT ngắn hạn	3.3	3.7	2.1	1.9	1.7
Hố TT nhanh	2.8	3.1	1.9	1.8	1.6
Cơ cấu vốn					
Hố Nợ/TTS	24%	20%	37%	38%	41%
Hố Nợ/VCSH	32%	26%	58%	62%	71%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	96	63	51	42	32
Số ngày phải thu ngắn hạn	308	226	304	304	304
Tỉ suất lợi nhuận					
Lợi nhuận gộp	20%	16.3%	19.8%	21.7%	22.0%
Lợi nhuận LNST	8%	4%	9%	10%	9%
ROE	6%	3%	7%	9%	10%
ROA	4%	3%	4%	5%	6%
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	-18%	31%	14%	26%	34%
Tăng trưởng EBIT	39%	36%	19%	40%	30%
Tăng trưởng LNTT	46%	-21%	108%	42%	30%
Tăng trưởng EPS	51%	-35%	146%	42%	30%
SLCP lưu hành (triệu)	82	82	82	82	82
BVPS	10,553	11,076	14,008	15,464	17,364