

### + Vài nét về doanh nghiệp

Bà Trương Thị Lệ Khanh sáng lập Công ty TNHH Vĩnh Hoàn. Được thành lập vào ngày 27 tháng 12 năm 1997 tại thành phố Cao Lãnh, tỉnh Đồng Tháp, thuộc đồng bằng sông Cửu Long, công ty chính là lựa chọn ưu tiên của nhà nhập khẩu nước ngoài cho mặt hàng cá tra, basa fillet và hàng giá trị gia tăng từ cá tra và basa. Năm 2007: Chính thức niêm yết cổ phiếu tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. HCM (HOSE).

## CHỜ ĐỢI TÍN HIỆU TÍCH CỰC TỪ THỊ TRƯỜNG MỸ

### ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với mức giá mục tiêu là **61.454 đồng/cp**, tương ứng P/E 10,3x trong bối cảnh thị trường xuất khẩu cá tra sang các thị trường phương Tây chưa sôi nổi và thị trường TQ gặp nhiều khó khăn.

### CẬP NHẬT KQKD:

Trong năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC đạt lần lượt là 12.535 tỷ VND (tăng 25% yoy) và 1.311 tỷ VND (tăng 35% yoy). Trong đó, đóng góp nhiều nhất là sản phẩm cá tra với DTT đạt 6.949 tỷ VND (tăng 26% yoy). Nguyên nhân là do năm vừa qua nhu cầu nhập khẩu cá tra của thị trường Mỹ lớn đồng thời sức cạnh tranh của sản phẩm cá tra được cải thiện đáng kể khi cá minh thái bị cấm xuất khẩu ở Mỹ, khiến doanh thu xuất khẩu sang Mỹ của VHC tăng trưởng 33% yoy. Ngoài ra, giá nguyên liệu đầu vào TACN giảm khoảng 17% yoy giúp lợi nhuận của doanh nghiệp tăng trưởng tốt.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Tiêu dùng được dự báo sẽ tiếp tục cải thiện đáng kể ở Mỹ.** Tồn kho cá da trơn ở Mỹ tại thời điểm T1/2025 giảm từ 18-19% yoy. Lợi thế cạnh tranh của cá tra Việt Nam được cải thiện nhờ hưởng mức thuế chống bán phá giá 0% khi nhập khẩu vào thị trường Mỹ, trong khi các loại cá khác từ Canada, Mexico và TQ sẽ phải chịu mức thuế nhập khẩu lần lượt 25% và 20% khi đưa vào thị trường Mỹ.

**Tiêu dùng tại thị trường EU được dự báo sẽ tăng trưởng nhẹ.** Các tín hiệu vĩ mô có nhiều dấu hiệu hồi phục, bên cạnh đó EU tiếp tục áp dụng lệnh trừng phạt lên Nga sẽ tạo lợi thế cho cá tra VN xuất khẩu vào thị trường này.

**Nhu cầu tiêu thụ cá tra ở TQ có thể vẫn tiếp tục giảm.** Chỉ số tiêu dùng ở TQ được cải thiện nhưng vẫn ở mức thấp. Bên cạnh đó, cá minh thái Nga chuyển hướng sang thị trường TQ, tạo áp lực cạnh tranh lớn cho cá tra Việt Nam khi nhập khẩu vào thị trường này.

**Giá các loại ngũ cốc tăng có thể làm tăng giá vốn bán hàng của các doanh nghiệp ngành thủy sản.** Theo USDA, sản lượng các loại hạt thô toàn cầu được dự báo sẽ giảm từ 0,8-1,3% yoy trong niên vụ 2024/2025. Nguồn cung thiếu hụt sẽ khiến giá các loại ngũ cốc đảo chiều và tăng trong thời gian tới, gây áp lực về chi phí TACN cho các doanh nghiệp thủy sản.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	13.231	10.033	12.535	12.832	13.370
Tăng trưởng DT	46,1%	-24,2%	24,9%	2,4%	4,2%
LNST (tỷ đồng)	1.975	919	1.234	1.334	1.407
Tăng trưởng LNST	79,7%	-53,5%	34,2%	8,2%	5,4%
TS LN gộp (%)	22,5%	14,9%	15,1%	15,8%	15,9%
ROA (%)	17,4%	8,2%	10,7%	10,9%	11,2%
ROE – TTM (%)	26,2%	11,3%	14,6%	13,7%	12,7%
EPS - TTM (đồng)	8.358	4.165	5.496	5.945	6.269

### Khuyến nghị

## TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	<b>61.454</b>
Tiềm năng tăng giá	-8%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	-8%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Thủy sản
Thị giá (24/03/2025)	66,8
Biến động 1 năm	62 – 77,1
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	811.604
Vốn hóa (Tỷ đồng)	15.689,28
P/E	12,81x
P/B	1,76x
%NN sở hữu	0%

### Diễn biến giá



	3T	6T	12T
VHC	0,7%	-2,1%	5,7%
VNindex	5,9%	-0,6%	5,5%

### Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	33,41%
Quý ngoại	0%

### Chuyên viên phân tích

Phạm Thu Hường

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

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

Bloomberg: VCBS <GO>

## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH NGÀNH CÁ TRA

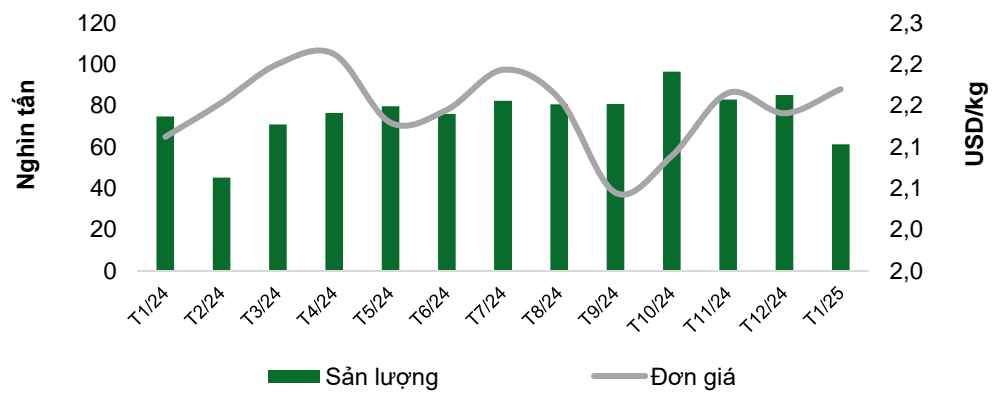
### Xuất khẩu sang thị trường Mỹ tăng trưởng trong khi sụt giảm ở thị trường Trung Quốc

Trong năm 2024, tổng sản lượng và giá trị xuất khẩu cá tra của VN đạt lần lượt là 931 nghìn tấn (tăng 16% yoy) và 1.995 triệu USD (tăng 8% yoy). Cụ thể:

- Tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường Mỹ với sản lượng và trị giá tăng trưởng lần lượt là 35% và 29% yoy, tương ứng với đơn giá bình quân là 2,99 USD/kg (giảm 5% yoy), do hàng tồn kho cá da trơn Mỹ ở thời điểm đầu năm 2024 giảm từ 29-38% yoy với kích cỡ vừa, nhỏ và chỉ tăng nhẹ 2% yoy với kích cỡ lớn. Điều này khiến nhu cầu nhập khẩu tăng cao.
- Thị trường TQ có sản lượng tăng trưởng 14% yoy, tuy nhiên trị giá giảm 2% yoy, do nền kinh tế suy yếu trong nửa đầu năm khiến tiêu dùng sụt giảm, các đơn hàng phải giảm giá mạnh mới có thể nhập vào Trung Quốc.

Sang tháng 1/2025, tổng sản lượng và giá trị xuất khẩu cá tra của VN giảm lần lượt là 18% và 16% yoy. Sự sụt giảm chủ yếu đến từ thị trường TQ với sản lượng và trị giá xuất khẩu giảm tương ứng là 35% và 38% yoy.

**Hình 1: Sản lượng và giá xuất khẩu bình quân cá tra của Việt Nam năm 2024**



Nguồn: Agromonitor

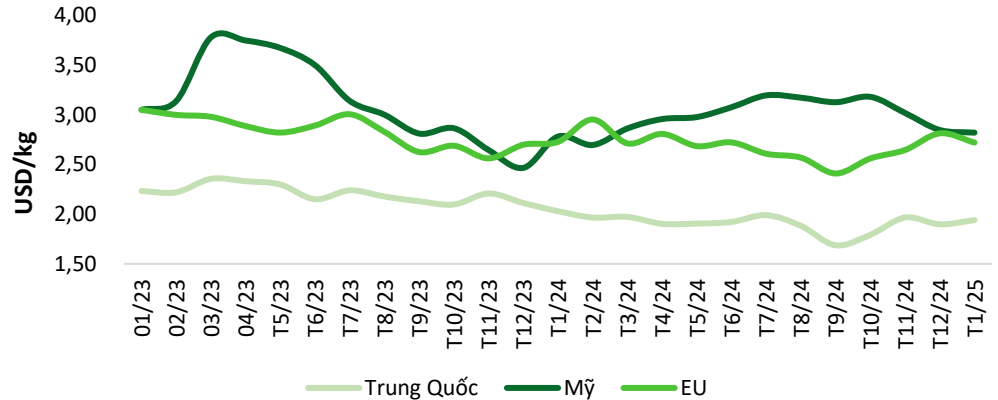
### Giá cá tra xuất khẩu đầu năm 2025 có xu hướng hồi phục ở thị trường TQ và giảm ở các thị trường phương Tây

Trong năm 2024, giá cá tra bình quân xuất khẩu sang thị trường TQ giảm 14% yoy. Giá cá liên tục giảm từ 3-10% mom trong 9T/2024, sau đó bắt đầu hồi phục dần ở quý 4/2024. Sang tháng 1/2025, giá cá tra VN xuất khẩu sang thị trường này tiếp tục tăng nhẹ 2% mom đạt mức 1,94 USD/kg, nhờ tiêu dùng tiếp tục được cải thiện nhẹ.

Đối với thị trường Mỹ, giá cá tra xuất khẩu tăng mạnh (6-13% mom) ở quý 1/2024, do đầu năm lượng hàng tồn kho cá tra Mỹ ở mức thấp, bên cạnh đó lợi thế cạnh tranh của cá tra được cải thiện đáng kể khi cá minh thái Nga bị cấm nhập khẩu vào thị trường này. Giá cá tra tiếp tục tăng nhẹ từ 1-4% mom trong năm và bắt đầu giảm từ 5-6% mom ở 2 tháng cuối năm 2024, do nhu cầu nhập khẩu tăng cao chủ yếu vào thời điểm trước thềm Giáng sinh và Tết Tây.

Tại thị trường châu Âu, giá cá tra xuất khẩu bình quân giảm 5% yoy do nhu cầu vẫn chưa thực sự mạnh trong năm, nên kinh tế vẫn trong giai đoạn phục hồi sau đại dịch Covid-19. Riêng 3 tháng cuối năm, giá xuất khẩu có tăng tích cực hơn từ 3-6% mom, nhưng nguyên nhân chủ yếu là do cước phí vận tải tăng cao. Sang tháng 1/2025, giá cá tra quay trở lại đà giảm về mức 2,72 USD/kg (giảm 3% mom), sau khi các cuộc đình công và tắc nghẽn ở cảng đã được giải quyết.

**Hình 2: Giá cá tra xuất khẩu tại các thị trường**



Nguồn: Agromonitor

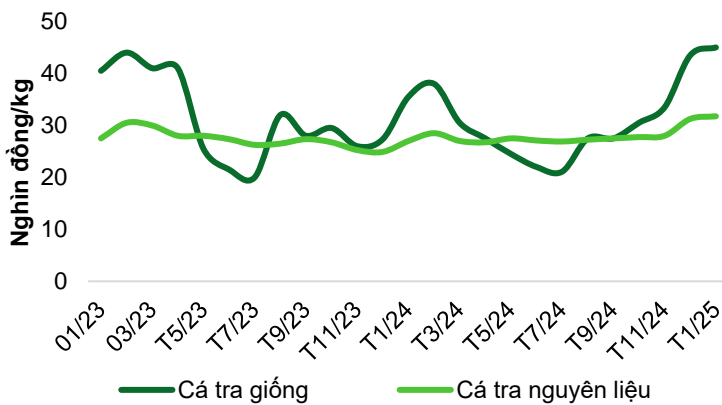
**Chi phí nguyên liệu đầu vào đang trong xu hướng tăng**

Giá cá giống tăng mạnh từ 10-30% mom ở các tháng quý 4/2024, do một số ao nuôi nhiễm bệnh nên nhu cầu thả nuôi quay trở lại để bù đắp nguồn cá đã chết. Sang tháng 1/2025, giá cá giống tiếp tục tăng 3% mom lên mức 45.000 VND/kg, do nhu cầu thu mua cá giống tăng cao trong bối cảnh lo ngại thiếu hụt nguồn cung cá thịt trắng.

Giá cá tra nguyên liệu duy trì ổn định quanh mức 26.750-28.500 VND/kg trong 11T/2024 (bình quân giảm 0,5% yoy), do các doanh nghiệp kiểm soát tốt nguyên liệu tồn kho. Sang tháng 12/2024, giá cá nguyên liệu bắt đầu tăng mạnh 12% mom, nguồn cung bắt đầu khan hiếm dần, do điều kiện thời tiết không thuận lợi cho việc thả nuôi. Sang tháng 1/2025, sản lượng cá tra nguyên liệu chỉ đạt 90 nghìn tấn (giảm 29% yoy), kéo theo giá cá nguyên tiếp tục tăng 2% mom lên mức 31.800 VND/kg.

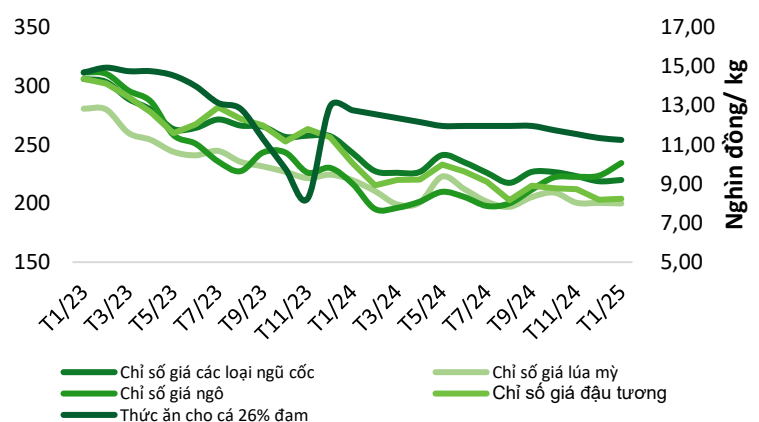
Giá thức ăn cho cá bình quân trong năm 2024 giảm 7% yoy, do chỉ số giá các loại ngũ cốc giảm 17% yoy. Bước sang tháng 1/2025, chỉ số giá các loại ngũ cốc bắt đầu đảo chiều tăng 0,5% mom, đặc biệt chỉ số giá ngô (chiếm tỷ trọng lớn trong thành phần TACN cho cá) tăng 4,8% mom.

**Hình 3: Biến động giá cá giống và cá nguyên liệu**



Nguồn: Agromonitor

**Hình 4: Chỉ số giá các loại ngũ cốc và TACN cho cá**



Nguồn: Agromonitor, IGC

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Cập nhật KQKD năm 2024

Tiêu chí (tỷ VND)	Q4.2023	Q4.2024	% YOY	Lũy kế 2023	Lũy kế 2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	2.390	3.206	34%	10.033	12.535	25%	Doanh thu thuần trong năm 2024 tăng mạnh 25% yoy, chủ yếu nhờ doanh thu xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ và EU đạt lần lượt là 2.431 tỷ VND (tăng 54% yoy) và 1.190 tỷ VND (tăng 21% yoy). Nguyên nhân là do các nhà nhập khẩu tích cực mua hàng để chuẩn bị cho các dịp lễ Giáng sinh và năm mới. Ngoài ra, cá minh thái Nga bị cấm nhập khẩu vào thị trường Mỹ và chịu mức thuế cao ở thị trường EU cũng tạo điều kiện thuận lợi cho cá tra mở rộng thị phần ở hai thị trường này.  Bên cạnh đó, doanh thu xuất khẩu sang thị trường TQ đạt 1.248 tỷ VND (tăng 6% yoy), doanh thu tăng trưởng chủ yếu ở cuối quý 2 và đầu quý 3, nhờ tiêu dùng dần phục hồi sau dịch Covid-19.  Ngoài ra, doanh thu sản phẩm cá tra trong nước cũng được cải thiện rõ rệt, tăng 16% yoy đạt mức 2.074 tỷ VND.  Sa Giang thay đổi bao bì và tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu giúp doanh thu mảng sản phẩm từ gạo tăng 54% yoy.  Biên lợi nhuận ròng trong năm 2024 tăng nhẹ 0,8% yoy. Biên lợi nhuận bị ảnh hưởng bởi chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng 22% yoy, chủ yếu đến từ cước vận tải tăng cao.
-Cá tra	1.850	1.209	53%	6.949	5.537	26%	
-Sản phẩm GTGT	29	26	12%	145	128	13%	
-Phụ phẩm	505	364	39%	1.850	1.669	11%	
-C&G	142	214	-34%	773	720	7%	
-Sản phẩm từ gạo	185	150	23%	701	454	54%	
-Khác	492	464	6%	2.069	1.466	41%	
LNST	90	441	390%	974	1.311	34%	
Biên ròng	3,8%	14%	10,2%	9,7%	10,5%	0,8%	

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Tiêu dùng được dự báo sẽ tiếp tục cải thiện ở Mỹ và EU, trong khi kém khả quan tại Trung Quốc**

**Nhu cầu nhập khẩu cá tra của thị trường Mỹ được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh mẽ từ nửa cuối năm 2025, nhờ những yếu tố hỗ trợ sau:**

- (1) Theo USDA, **tồn kho cá da trơn Mỹ** ở thời điểm tháng 1/2025 **giảm** lần lượt là 19% và 18% yoy ở các kích cỡ to và vừa, tăng 15% yoy ở kích cỡ nhỏ.
- (2) **Lợi thế cạnh tranh của cá tra Việt Nam được cải thiện.** Do 8 công ty xuất khẩu cá tra lớn ở Việt Nam (trong đó có **VHC và ANV**) sẽ **thể tiếp tục được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0%** khi đưa vào thị trường Mỹ (theo **kết quả sơ bộ POR20, kết quả cuối cùng dự kiến sẽ có vào tháng 3/2025**), trong khi các sản phẩm nhập khẩu từ Canada, Mexico và TQ sẽ bị áp mức thuế lần lượt là 25% và 20%.
- (3) Ngoài ra, tháng 1/2025, Mỹ và VN đã giải quyết được các **tranh chấp trong vụ việc DS536 tại WTO**. Theo thỏa thuận này, **VHC là doanh nghiệp duy nhất được loại khỏi phạm vi rà soát và truy thu thuế chống bán phá giá** cho các lô hàng được nhập khẩu trong giai đoạn từ 1/8/2022-1/7/2023 và từ 1/8/2023-1/7/2024. Trong khi, 11 doanh nghiệp VN còn lại trong diện điều tra vẫn phải chịu thuế chống bán phá giá theo hướng dẫn của Bộ Thương mại Mỹ.

**Tiêu dùng tại thị trường EU được dự báo sẽ cải thiện nhẹ** nhờ lạm phát được kỳ vọng giảm từ 3,5% xuống 2,4% trong năm 2024, đồng thời việc EU vẫn tiếp tục áp mức thuế suất cao (13,7%) lên các sản cá minh thái Nga sẽ là đòn bẩy cho xuất khẩu cá tra VN sang thị trường EU.

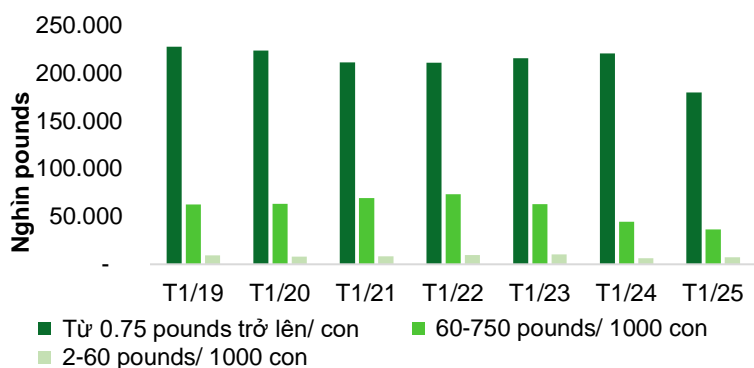
**Tiêu thụ cá tra ở Trung Quốc có thể vẫn tiếp đà suy giảm trong năm 2025.** Chỉ số kỳ vọng tiêu dùng của TQ đã dần hồi phục từ quý 4/2024, đạt mức 86,4 vào thời điểm cuối năm. Tuy nhiên con số này vẫn nhỏ hơn đáng kể khoảng 28% so với cùng kỳ năm 2021 (trước thời điểm đại dịch Covid-19 diễn ra). Bên cạnh đó, **cá tra cũng sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh từ cá minh thái Nga**, khi sản phẩm này đang chịu lệnh

cấm và mức thuế cao ở thị trường phương Tây nên các **nhà xuất khẩu Nga chuyên hướng sang thị trường TQ**. Trong năm 2024, tổng sản lượng và trị giá xuất khẩu fillets cá minh thái của Nga sang TQ đạt lần lượt là 15 nghìn tấn và 26 triệu USD (tăng gấp 3,5 và 2,3 lần so với năm trước).

Trong 2T/2025, doanh thu xuất khẩu của VHC sang thị trường Mỹ và EU tăng lần lượt là 9% và 15% yoy, trong khi giảm 50% yoy ở thị trường TQ. Doanh thu xuất khẩu của VHC sang các nước phương Tây được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hơn ở quý 3, trong khi doanh thu xuất khẩu sang thị trường TQ có thể sẽ duy trì đà giảm trong năm 2025.

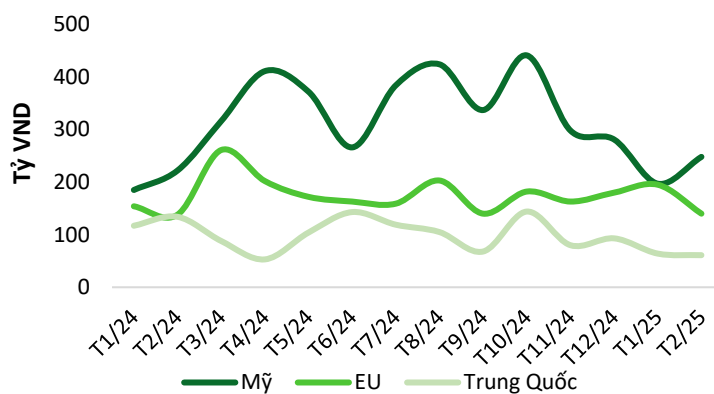
**Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận xuất khẩu cá tra của VHC năm 2025 sẽ đạt lần lượt là 8.972 tỷ VND (tăng 0,3% yoy) và 1.256 tỷ VND (giảm 12% yoy), do ảnh hưởng của chi phí NL đầu vào tăng và xuất khẩu sang thị trường TQ giảm.**

**Hình 5: Tồn kho cá da trơn ở Mỹ tính đến thời điểm đầu năm**



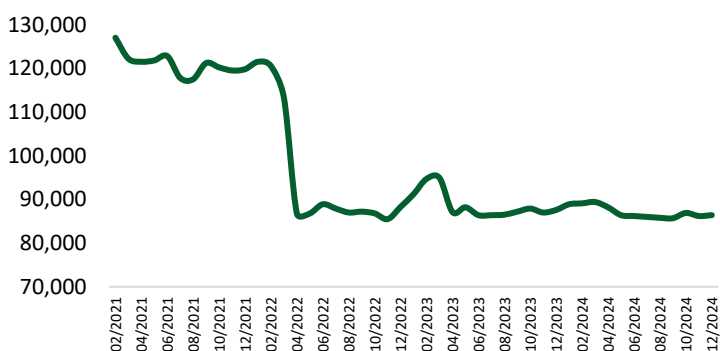
Nguồn: USDA

**Hình 6: Doanh số xk cá tra của VHC ở các thị trường**



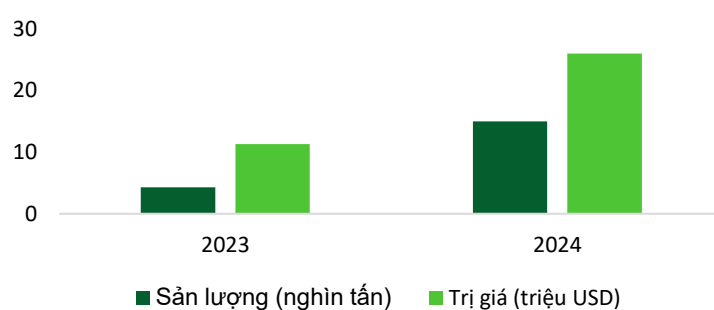
Nguồn: VHC

**Hình 7: Chỉ số kỳ vọng tiêu dùng CCI của Trung Quốc**



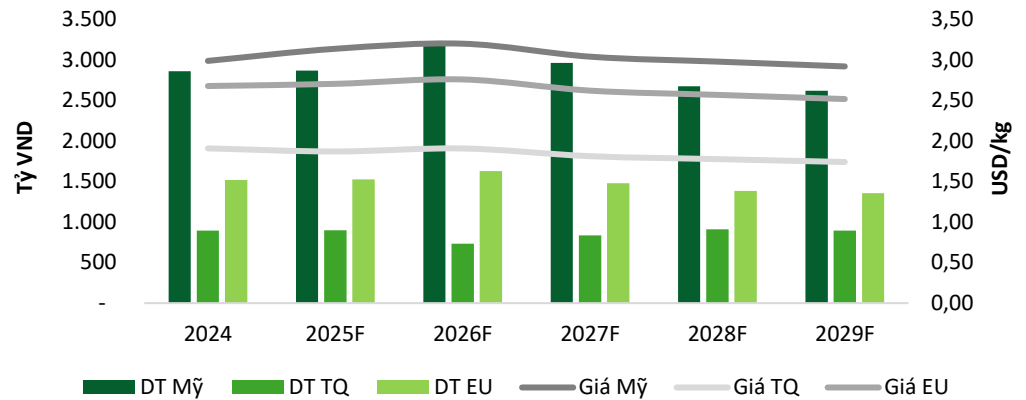
Nguồn: CEIC

**Hình 8: Tình hình nhập khẩu cá minh thái từ Nga của Trung Quốc**



Nguồn: Ocean treasure

Hình 9: Dự phóng doanh thu và giá xuất khẩu cá tra tại các thị trường

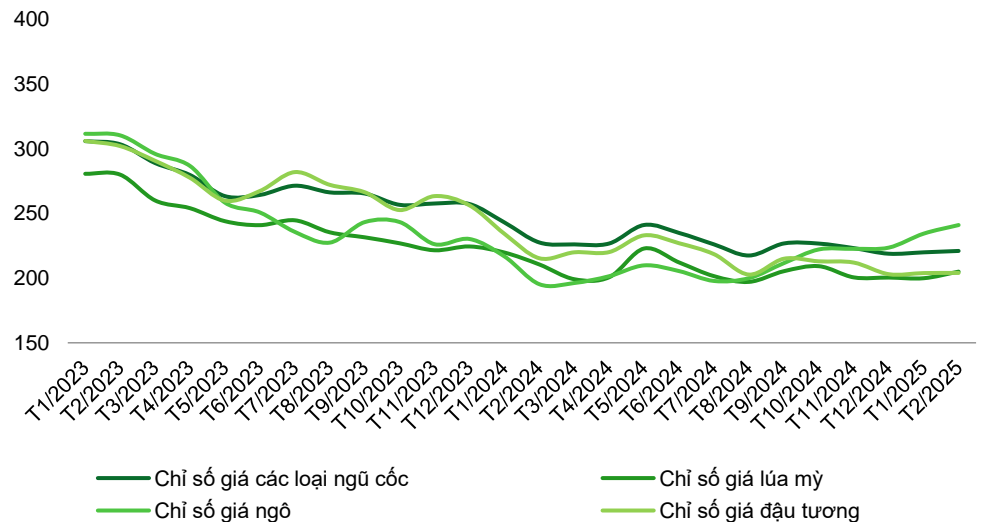


Nguồn: VCBS dự phóng

**Giá các loại ngũ cốc tăng có thể làm tăng giá vốn bán hàng của các doanh nghiệp ngành thủy sản**

Chỉ số giá các loại ngũ cốc bình quân năm 2024 giảm lần lượt từ 16-21% yoy, xong bắt đầu đảo chiều tăng ở các tháng cuối năm. Tính đến tháng 2/2025, giá các loại ngũ cốc tiếp tục tăng nhẹ 0,5% mom, trong đó có giá ngô (nguyên liệu chính trong TACN) tăng mạnh 23% yoy. Theo dự báo của USDA, trong vụ 2024/2025, sản lượng các loại hạt thô và ngô toàn cầu sẽ đạt lần lượt là 1.494,3 triệu tấn (-0,8% yoy) và 1.214,3 triệu tấn (-1,3% yoy) do sản lượng sụt giảm chủ yếu ở thị trường Mỹ, tuy nhiên điều kiện thời tiết thuận lợi ở Brazil và Argentina khiến sản lượng ở 2 nước này sẽ bù đắp một phần sự sụt giảm ở Mỹ. **Chúng tôi dự báo, giá ngũ cốc sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong năm 2025, ảnh hưởng đến chi phí TACN cho các doanh nghiệp thủy sản.**

Hình 9: Chỉ số giá các loại ngũ cốc bắt đầu tạo đáy



Nguồn: IGC

**Dự báo BLN gộp của VHC trong năm 2025 sẽ đạt 18,2% (tăng 3,1% yoy),** nhờ giá cá tra xuất khẩu sang thị trường Mỹ và EU tăng lần lượt là 5% và 1% yoy, bù đắp cho phần tăng của giá TACN. Ngoài ra doanh thu mảng các sản phẩm từ gạo và bánh phồng tôm được dự phóng tăng nhẹ 2% yoy đạt 715 tỷ VND, nhờ nỗ lực cải thiện hình ảnh và đẩy mạnh xuất khẩu. Doanh thu mảng C&G được dự báo đạt 1.014 tỷ VND (tăng 31% yoy) dựa trên kỳ vọng công suất chế biến tăng nhẹ thêm 1% và giá sản phẩm C&G tăng 5% theo giá cá tra xuất khẩu. Tháng 1 vừa qua, VHC cũng ký biên

bản ghi nhớ (thể hiện thiện trí muốn hợp tác trong tương lai giữa 2 bên) với NewTree, động thái này sẽ giúp VHC đưa sản phẩm C&G vào thị trường Hàn Quốc.

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

### Một số giả định cho dự báo

Tiêu chí	2024	2025F	% YOY	2026F	%YOY	Nguyên nhân
<b>Giá bán</b>						
Cá tra xuất khẩu bình quân (USD/kg)	1,88	1,94	+3%	1,98	+2%	Nhu cầu tiêu thụ tăng cao ở thị trường Mỹ và ổn định ở thị trường EU, xong sụt giảm ở thị trường TQ khiến giá cá tra xuất khẩu bình quân tăng nhẹ.
C&G (Nghìn đồng/kg)	361	379	+5%	386	2%	Giá C&G tăng theo giá cá tra xuất khẩu sang thị trường Mỹ và EU
<b>Sản lượng</b>						
Cá tra (tấn)	98.623	95.543	-3%	98.623	+3%	Sản lượng giảm nhẹ ở năm 2025 do tiêu dùng ở thị trường TQ suy yếu, doanh nghiệp phải chuyển dịch cơ cấu xuất khẩu sang các thị trường khác nên cần thời gian để cải thiện thị phần
C&G (tấn)	2.625	2.678	+2%	2.678	0%	Nhu cầu phục hồi nhẹ ở các nước phương Tây.

### Dự báo lợi nhuận và định giá

**Chúng tôi dự báo LNST 2025 của VHC sẽ đạt 1.334 tỷ VND (tăng 8% yoy).** Do xuất khẩu sang thị trường Mỹ có nhiều tín hiệu tích cực.

Chúng tôi đưa ra mức giá khuyến nghị cho cổ phiếu VHC là **61.454 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 10,3x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/B với tỷ trọng 80/20.

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

Chi phí VCSH = 12,71% theo CAPM (Rf = 2%, Risk premium = 9%, beta = 1,19)

Chi phí vay = 3,23%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 10,75%

### Định giá bằng FCFF:

FCFF: triệu đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	1.681.620	1.742.749	1.631.545	1.613.239	1.600.365
Khấu hao	549.066	629.066	709.066	789.066	869.066
Thay đổi WC	(268.746)	(194.120)	206.139	66.855	27.162
CAPEX	(930.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)
<b>FCFF</b>	<b>823.240</b>	<b>1.161.409</b>	<b>1.544.265</b>	<b>1.468.947</b>	<b>1.497.978</b>
<b>NPV giai đoạn 2025-2029F</b>					<b>4.824.353</b>
<b>NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 2,5%)</b>					<b>11.463.056</b>
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>					<b>16.287.409</b>
<b>Trừ: Vay nợ ròng</b>					<b>2.277.107</b>
<b>Giá trị VCSH</b>					<b>14.063.760</b>
<b>Số lượng CPLH (cp)</b>					<b>224.453.159</b>

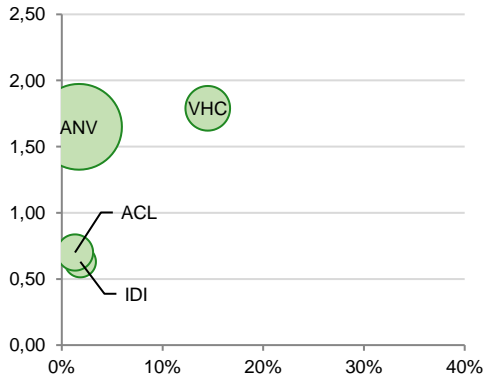
**Phương pháp so sánh P/B**
**(Tham khảo phụ lục 1)**

<b>Định giá</b>		<b>62.658</b>
<b>Biến số</b>	<b>Hệ số áp dụng</b>	
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)		1.592
P/B áp dụng (trung bình/trung vị/ lịch sử)		1,2
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)		12.713
Số lượng CPLH (tr.cp)		224
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>		<b>56.640</b>

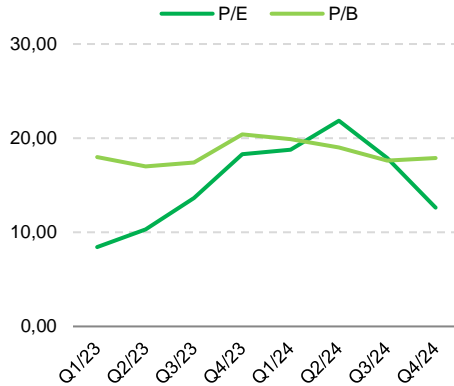


**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

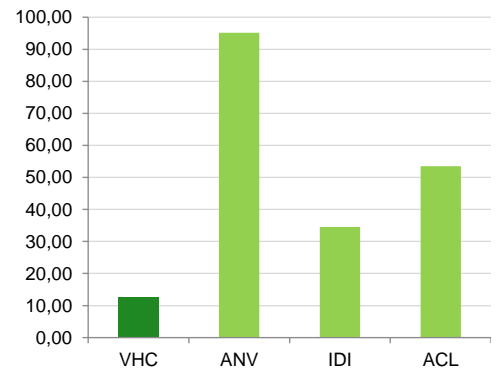
**Tương quan P/B và ROE**



**Lịch sử định giá**

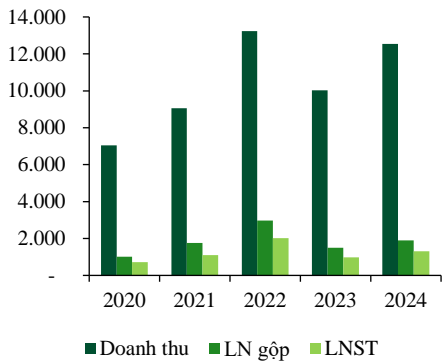


**P/E ngành**

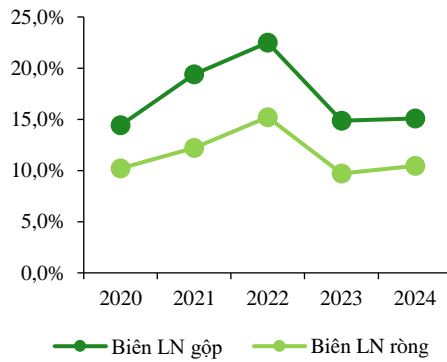


**KẾT QUẢ KINH DOANH**

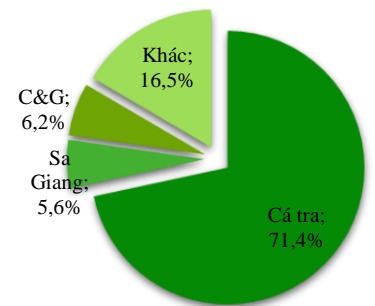
**Doanh thu và lợi nhuận**



**Biên lợi nhuận**

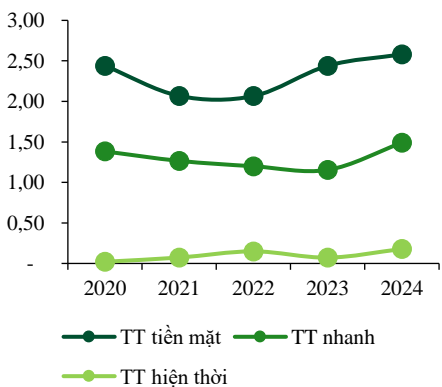


**Cơ cấu doanh thu**

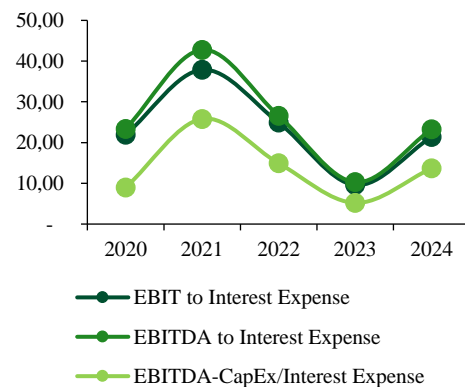


**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**

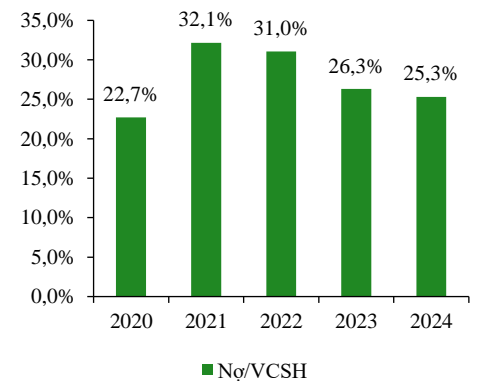
**Khả năng thanh toán**



**Thanh toán lãi vay**



**Nợ/VCSH**



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

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Doanh thu thuần	10.033	12.535	12.832	13.370	12.767	<b>Tài sản</b>					
- Giá vốn hàng bán	8.540	10.644	10.756	11.200	10.743	+ Tiền	233	570	584	608	1.465
Lợi nhuận gộp	1.493	1.891	2.028	2.122	1.976	+ ĐTTTC ngắn hạn	2.069	2.340	2.340	2.340	2.340
- Chi phí bán hàng	216	293	300	312	298	+ Phải thu	1.432	1.849	1.679	1.750	1.671
- Chi phí quản lí DN	308	346	354	369	352	+ Hàng tồn kho	3.763	2.911	3.373	3.512	3.368
Lợi nhuận HĐKD	969	1.253	1.374	1.441	1.325	+ Khác	391	571	584	609	581
EBIT	-84	-128	-131	-137	-130	<b>Tài sản ngắn hạn</b>	7.888	8.241	8.560	8.818	9.426
- Chi phí lãi vay	-225	-189	0	0	0	+ Tài sản dài hạn	5.624	6.012	6.942	7.742	8.542
LNTT	1.278	1.570	1.682	1.743	1.632	+ Khấu hao lũy kế	2.087	2.493	3.042	3.671	4.380
- Thuế TNDN	133	73	0	0	0	+ Tài sản dài hạn	3.538	3.519	3.900	4.071	4.162
LNST	1.145	1.496	1.619	1.707	1.622	+ ĐTTTC dài hạn	56	56	56	56	56
- Lợi ích CĐTS	171	186	201	212	201	+ Khác	461	433	443	462	441
LNST CĐ CT Mẹ	974	1.311	1.418	1.495	1.420	<b>Tài sản dài hạn</b>	4.054	4.008	4.399	4.589	4.659
EPS (đ)	55	77	83	88	84	<b>Tổng Tài sản</b>	11.943	12.249	12.959	13.407	14.084
EBITDA	919	1.234	1.334	1.407	1.337	<b>Nợ &amp; VCSH</b>					
<b>Tăng trưởng</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	+ Phải trả (ngắn)	309	272	293	305	293
Doanh thu	-24,2%	24,9%	2,4%	4,2%	-4,5%	+ Vay ngắn hạn	2.157	2.277	1.615	614	0
LN HĐKD	-57,0%	29,3%	9,7%	4,9%	-8,0%	+ Khác	767	645	660	688	657
LNST	-51,6%	34,6%	8,2%	5,4%	-5,0%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	3.233	3.193	2.568	1.606	949
EBIT	-53,5%	34,2%	8,2%	5,4%	-5,0%	+ Vay dài hạn	102	0	0	0	0
EPS	-47,2%	22,8%	7,1%	3,6%	-6,4%	+ Phải trả dài hạn	17	54	55	57	55
Tổng tài sản	-50,2%	32,0%	8,2%	5,4%	-5,0%	<b>Nợ dài hạn</b>	119	54	55	57	55
Nợ vay	3,1%	2,6%	5,8%	3,5%	5,1%	<b>Tổng nợ</b>	3.351	3.247	2.623	1.664	1.004
VCSH	-5,4%	0,8%	-29,1%	-62,0%	-100%	+ Vốn điều lệ	1.870	2.245	2.245	2.245	2.245
<b>Khả năng sinh lời</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNG	14,9%	15,1%	15,8%	15,9%	15,5%	+ Thặng dư	264	264	264	264	264
Tỷ suất LNST	9,7%	10,5%	11,0%	11,2%	11,1%	+ LN giữ lại	6.214	6.175	7.509	8.916	10.253
ROE DuPont	12,0%	14,9%	14,7%	13,5%	11,4%	+ Lợi ích CĐTS	244	319	319	319	319
ROA DuPont	8,3%	10,8%	11,2%	11,3%	10,3%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	8.591	9.002	10.336	11.743	13.080
Tỷ suất EBIT	12,7%	12,5%	13,1%	13,0%	12,8%	<b>Tổng nguồn vốn</b>	11.943	12.249	12.959	13.407	14.084
LNTT / LNST	85,0%	87,6%	87,6%	87,6%	87,6%	<b>Lưu chuyển tiền</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
LNTT / EBIT	89,6%	95,3%	96,3%	97,9%	99,4%	<b>Tiền đầu năm</b>	553	233	570	584	608
Vòng quay TTS	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	<b>LNST</b>	919	1.234	1.334	1.407	1.337
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	+ Khấu hao lũy kế	402	456	549	629	709
ROIC	9,3%	11,8%	12,2%	12,3%	11,2%	+ Điều chỉnh	-128	-185	-9	-16	18
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	+ Thay đổi VLĐ	-507	734	-269	-194	206
Số ngày tồn kho	64,5	47,8	50,2	46,8	48,9	<b>Tiền từ HĐKD</b>	687	2.238	1.606	1.826	2.270
Số ngày phải thu	140,6	114,4	106,6	112,2	116,9	+ Thanh lý TSCĐ	4	11	0	0	0
Số ngày phải trả	16,2	9,9	9,6	9,8	10,2	+ Mua sắm TSCĐ	-677	-705	-930	-800	-800
Luân chuyển tiền	189,0	152,3	147,2	149,2	155,6	+ Đầu tư ròng	#N/A	#N/A	0	0	0
<b>An toàn tài chính</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	+ Khác	-261	-294	0	0	0
TT hiện hành	2,44	2,58	3,33	5,49	9,93	<b>Tiền từ HĐĐT</b>	-933	-989	-930	-800	-800
TT nhanh	1,15	1,49	1,79	2,92	5,77	+ Cổ tức đã trả	0	-899	0	0	0
TT tiền mặt	0,07	0,18	0,23	0,38	1,54	+ Tăng (giảm) vốn	57	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,19	0,19	0,12	0,05	0,00	+ Nợ ngắn hạn	11.256	10.802	-662	-1.001	-614
Nợ / Vốn sử dụng	0,21	0,20	0,14	0,05	0,00	+ Nợ dài hạn	-11.385	-10.815	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,26	0,25	0,16	0,05	0,00	+ Khác	-2	-1	0	0	0
						<b>Tiền từ HĐTC</b>	-74	-913	-662	-1.001	-614
						Lưu chuyển tiền	-320	337	14	24	857
						<b>Tiền cuối năm</b>	233	570	584	608	1.465

## 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 Nghiên cứu Phân tích

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

### Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

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

### Phạm Thu Hường

Chuyên viên Phân tích

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

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>