

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn

Triển vọng khó lường tại các thị trường

16/05/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 34 565 0008 quannd@kbsec.com.vn

Doanh thu 1Q2025 giảm nhưng lợi nhuận cải thiện 14%

Trong 1Q2025, doanh thu và lợi nhuận ròng thuộc cổ đông mẹ của VHC đạt lần lượt 2,648 đồng (-7.3% YoY) chủ yếu do quý 1 là giai đoạn thấp điểm nhập khẩu cá tra và thủy sản. Lợi nhuận tăng 14% YoY, đạt 193 tỷ đồng nhờ chi phí nguyên liệu thức ăn chăn nuôi thấp hơn so với giai đoạn 1Q2024

Các thị trường ghi nhận nhu thấp trong quý đầu năm

Sản lượng xuất khẩu cá Tra của VHC giảm 16% YoY, đặc biệt tại Mỹ và Trung Quốc, nhưng giá bán chung cải thiện 7.8% YoY. Điều này đến từ việc tồn kho tại Mỹ còn cao do sản lượng nhập tăng mạnh trong nửa cuối 2024, trong khi nhu cầu từ Trung Quốc ảm đạm do lo ngại từ căng thẳng thương mại với Mỹ và VHC mất thị phần. Thị trường Châu Âu cho thấy có dấu hiệu cải thiện nhẹ, với doanh thu chung tăng 4%

Thuế quan sẽ có tác động đa chiều đến các thị trường

KBSV cho rằng cạnh tranh nội địa Mỹ sẽ gay gắt hơn do chính phủ Mỹ thúc đẩy sản xuất nội địa để tăng việc làm. Điều này sẽ thúc đẩy doanh nghiệp thủy sản Trung Quốc quay lại tập trung hơn vào thị trường nội địa khiến triển vọng xuất khẩu của cá tra Việt Nam không khả quan tại Trung Quốc. Ngược lại, Châu Âu dự kiến là điểm sáng của VHC nhờ kì vọng đà tăng trưởng kinh tế cao hơn nhờ chính sách kích thích từ tài khóa và tiền tệ trong khi lạm phát đã giảm mạnh giúp cải thiện sức tiêu dùng

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 54,500 VND/cổ phiếu

Chúng tôi điều chỉnh giảm lợi nhuận dự phóng 2025 từ 1,550 tỷ VNĐ xuống 1,224 tỷ VNĐ, tương đương mức giảm 1% so với 2024. KBSV khuyến nghị **TRUNG LẬP** với định giá mục tiêu cho năm 2025 là 54,500 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 3%.

Trung Lập thay đổi

Giá mục tiêu	VND54,500
Tăng/giảm (%)	3%
Giá hiện tại (16/05/2025)	VND 52,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 84,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	11.9/0.48

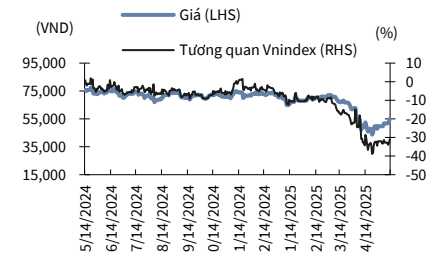
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	192.9/7.7
Sở hữu nước ngoài (%)	28.5%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (42.3%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	9.4	-25.1	-28.6	-29.5
Tương đối	1.9	-27.1	-35.4	-32.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	10,033	12,535	12,397	12,870
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,118	1,461	1,499	1,679
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	919	1,234	1,224	1,370
EPS (VND)	4,914	5,497	5,455	6,103
Tăng trưởng EPS (%)	-54	12	(1)	12
P/E (x)	17.6	9.8	9.9	8.8
P/B (x)	1.9	6.2	5.5	4.9
ROE (%)	11	14	13	13
Tỷ suất cổ tức (%)	0	7.4	-	-

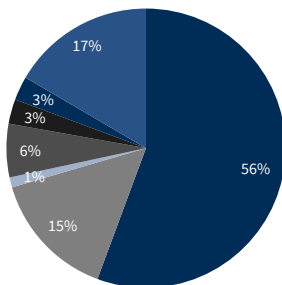
Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2024

■ Phi lê cá tra ■ Sản phẩm phụ ■ Sản phẩm GTGT ■ Collagen & Gelatin
■ Bánh Phồng ■ Sản phẩm từ Gạo ■ Khác (bao gồm TACN)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Vinh Hoàn là doanh nghiệp dẫn đầu ngành về xuất khẩu cá tra với chuỗi giá trị quy trình khép kín từ sản xuất thức ăn chăn nuôi, trang trại cá và chế biến xuất khẩu. Bên cạnh phi lê cá tra (chiếm hơn 60% doanh thu), Vinh Hoàn còn tận dụng phụ phẩm trong chế biến cá để sản xuất các sản phẩm phụ (bột và đầu cá), Collagen & Gelatin. Ngoài ra, công ty còn mở rộng sang xuất khẩu mảng bánh phồng tôm và sản phẩm từ gạo và nông sản nhờ kinh nghiệm kinh doanh quốc tế sẵn có

Điểm nhấn đầu tư

Kì vọng chuyển mức thuế cao sang cho người tiêu dùng. Xuất khẩu cá tra nói chung và Vinh Hoàn nói riêng dự kiến hưởng lợi tại thị trường Mỹ (chiếm 32% doanh thu Vinh Hoàn trong 2024)

Chi phí ổn định kì vọng giúp cải thiện biên lợi nhuận. Chi phí nuôi cá dự kiến tiếp tục ổn định, giá bán cải thiện ở hầu hết thị trường giúp cải thiện khả năng sinh lời

Áp lực giảm sản lượng trong cạnh tranh tăng tại các thị trường chính. Tác động từ bất ổn địa chính trị và thuế quan phòng vệ thương mại

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

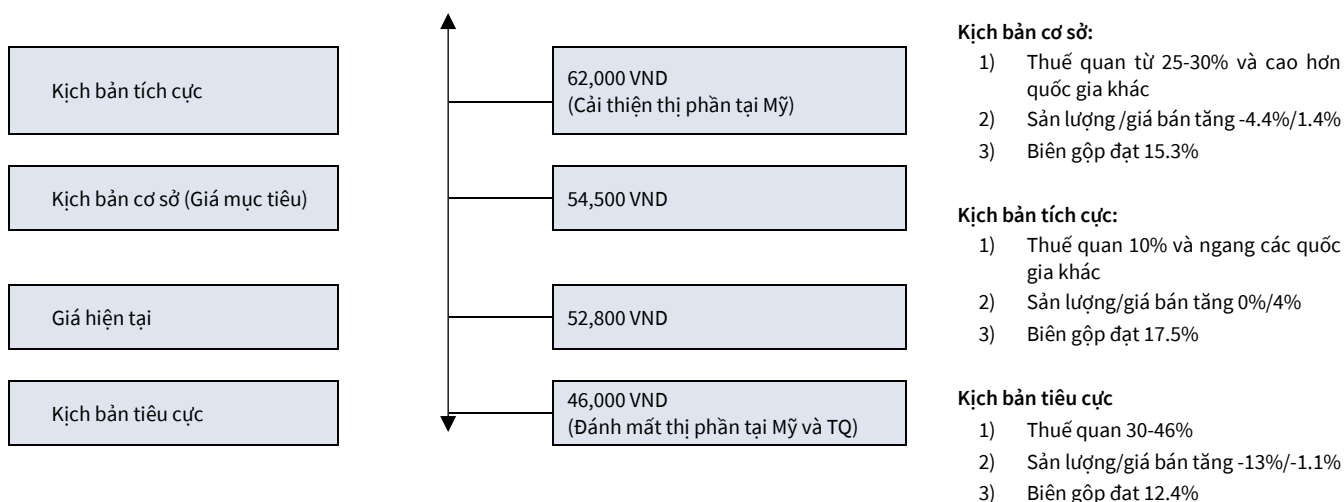
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	12,397	12,870	-10%	-11%	12,800	13,708	-3%	-6%
EBIT	1,294	1,482	-21%	-19%	1,387	1,704	-7%	-13%
LNST công ty mẹ	1,224	1,370	-21%	-20%	1,314	1,606	-7%	-15%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Hoạt động kinh doanh

Lợi nhuận sau thuế tăng 14% so với mức nền thấp cùng kì 2024

Sản lượng xuất khẩu trong 1Q2025 giảm chủ yếu do sản lượng nhập khẩu đã tăng mạnh và ghi nhận vào quý 3 và 4 năm trước khiến tồn kho tại các quốc gia vẫn ở mức cao. Dù doanh thu giảm 7%, biên lợi nhuận gộp được cải thiện 343 bps YoY, chủ yếu nhờ giá thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt

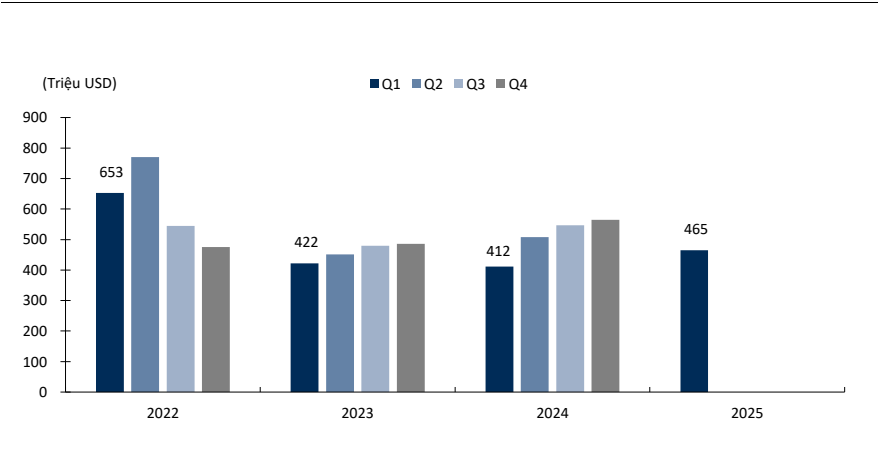
Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	1Q2024	4Q2024	1Q2025	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Doanh thu	2,856	3,269	2,644	-7%	-19%	
Cá fillet	1,463	1,724	1,354	-7%	-21%	Nhu cầu yếu từ Trung Quốc/Mỹ khiến sản lượng 2 khu vực này giảm 30%/18% YoY trong 1Q2025 dù giá bán có sự cải thiện, lần lượt tăng 5% và 7% YoY ở 2 khu vực này. Cá rô phi gia tăng nhập khẩu sớm nhằm tránh thuế quan phần nào ảnh hưởng đến nhu cầu nhập khẩu cá Tra tại Mỹ
Phụ phẩm	448	449	445	-1%	-1%	
Hàng GTGT	32	38	27	-16%	-29%	
Collagen & Gelatin	238	219	163	-32%	-26%	
Bánh phồng và sản phẩm từ gạo	159	189	164	3%	-13%	
Khác	470	633	491	4%	-22%	
Lợi nhuận gộp	266	577	337	27%	-42%	Sản lượng giảm nhưng giá bán cải thiện
Biên lợi nhuận gộp	9.3%	17.7%	12.8%	343bps	-490bps	- Biên gộp tăng cao YoY do cùng kì 2024 là giai đoạn đáy của giá bán và biên lợi nhuận do chi phí nuôi cao. - Biên lợi nhuận gộp giảm so với 4Q2024 do (1) Sản lượng giảm 31% QoQ do mùa vụ và (2) Giá cá nguyên liệu tăng cao trong khi cá nuôi tại trang trại tự chủ của VHC chủ yếu đang ở kích cỡ bé và chưa phù hợp để thu hoạch
Thu nhập tài chính	107	56	90	-16%	59%	
Chi phí tài chính	34	81	57	68%	-30%	
SG&A	272	463	123	-55%	-73%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	207	370	247	19%	-33%	
Lợi nhuận trước thuế	217	378	254	17%	-33%	
Lợi nhuận sau thuế	189	350	211	12%	-40%	
LNST công ty mẹ	170	300	193	14%	-36%	Lợi nhuận phục hồi so với mức nền thấp 1Q2024
Biên LNST	6%	9%	7%	136bps	-187bps	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

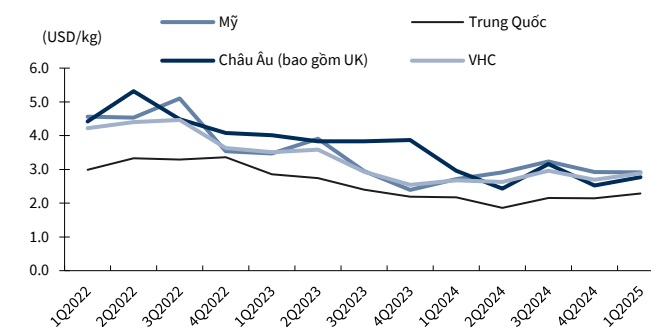
Giá trị xuất khẩu cá tra toàn ngành trong 1Q2025 tương đối khả quan với mức tăng trưởng 13% YoY. Các thị trường có tăng trưởng tốt về giá trị là Mỹ/EU/Brazil/ Thái lan với mức tăng lần lượt là 6%/16%/735/22% YoY. Thị trường Trung Quốc chứng kiến sự sụt giảm nhẹ 6% về giá trị.

Biểu đồ 2. Giá trị xuất khẩu ngành cá tra theo quý hàng năm



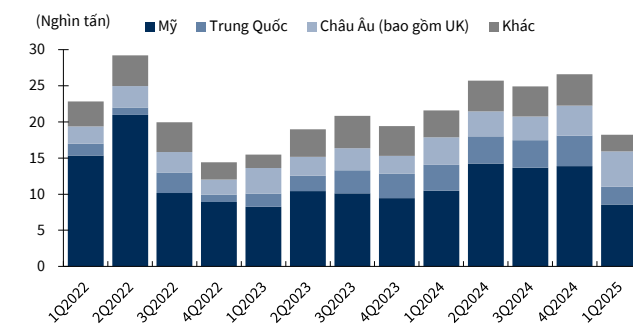
Nguồn: VASEP

Biểu đồ 3. Giá bán trung bình các thị trường của VHC



Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 4. Sản lượng xuất khẩu cá tra của VHC



Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Triển vọng tại thị trường Mỹ trong bối cảnh thuế quan

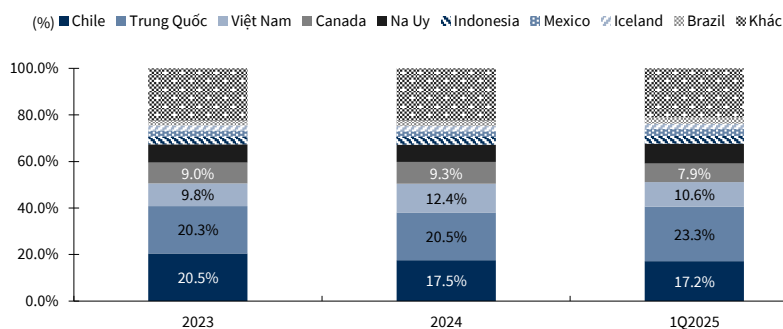
Với sản lượng sản xuất chiếm khoảng 80-90% toàn cầu, cá tra Việt Nam có lợi thế lớn về quy mô, chi phí và không có nhiều sản phẩm thay thế trực tiếp mà chủ yếu cạnh tranh với thủy sản giá rẻ khác đến từ Trung Quốc (chi tiết ở phần dưới). KBSV cho rằng cá tra vẫn có khả năng chuyển giá sang cho nhà nhập khẩu và người tiêu dùng do giá bán năm 2024 vẫn đang ở mức đáy trong giai đoạn 2020-2024. Tại Đại hội cổ đông 2025, Ban lãnh đạo VHC cũng nêu quan điểm rằng thuế quan sẽ được chịu bởi các nhà nhập khẩu và người tiêu dùng do Vĩnh Hoàn khó có thể giảm giá để hấp thụ mức thuế quan mới. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này sẽ khiến sản lượng của VHC tại Mỹ có rủi ro giảm cao trong thời gian tới do cạnh tranh tăng lên từ sản xuất nội địa của Mỹ và các quốc gia khác với mức thuế thấp hơn (dù hiện chiếm tỉ trọng nhỏ). Dù vậy, chúng tôi cho rằng triển vọng vẫn tươi sáng trong bối cảnh nỗ lực của Chính phủ nhằm cân bằng thương mại và giảm tình trạng lẫn tránh xuất xứ từ hàng hóa Trung Quốc, có tiềm năng giúp mức thuế thực tế thấp hơn nhiều so với mức 46%. Việc hoãn thuế 90 ngày nhiều khả năng sẽ thúc đẩy các đối tác gia tăng nhập khẩu sớm trong cuối quý 2 nếu trong trường hợp diễn biến đàm phán thuế quan không đem lại tín hiệu khả quan. Việc lạm phát Mỹ giảm xuống mức 2.3%, sát mức 2% mục tiêu của FED sẽ phần nào sẽ có thể hỗ trợ cho tiêu dùng nội địa Mỹ tăng trưởng tốt hơn trong thời gian tới.

Trung Quốc – Đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Cá Tra là tâm điểm của thuế quan từ Mỹ.

Cá rô phi, Minh thái và cá tuyết là 3 mặt hàng chủ lực đến từ Trung Quốc cạnh tranh trong phân khúc thủy sản đông lạnh giá rẻ và đang chịu mức thuế 50% tại Mỹ (sau khi Mỹ giảm mức thuế bổ sung lên hàng hóa Trung Quốc từ 145% xuống 30%). Trong bối cảnh hàng hóa giá rẻ từ Trung Quốc là tâm điểm của thuế quan, KBSV cho rằng mức thuế quan từ Mỹ áp lên Trung Quốc sẽ cao hơn Việt Nam trong dài hạn, giúp nhu cầu đối với cá tra Việt Nam được hỗ trợ phần nào. Tại Mỹ, 5 nhà sản xuất và xuất khẩu cá phi lê và cá đông lạnh có thị phần lớn nhất tại Mỹ bao gồm: Chile, Trung Quốc, Việt Nam, Canada và Na Uy với sản lượng cao từ 90 nghìn – 200 nghìn tấn/năm/quốc gia và chiếm khoảng 67% thị phần sản lượng nhập khẩu (Theo ITC). Trong đó, Canada, Na Uy và Chile chủ yếu xuất khẩu cá hồi với giá bán cao hơn nhiều so với cá Tra. Các nhà cung cấp cá thịt trắng tiềm năng khác như Brazil và Indonesia có sản lượng và quy mô

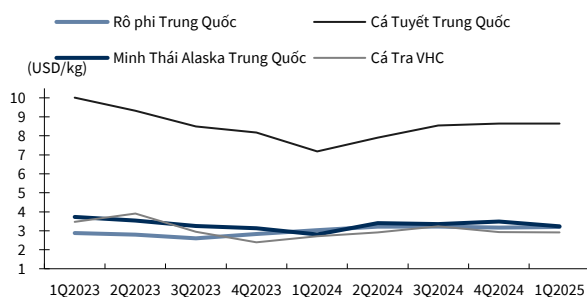
khiếm tốn, chiếm lần lượt 2.8% và 3.3% sản lượng nhập khẩu trong giai đoạn 2024 - 1Q2025. Ngược lại, việc Mỹ đã tăng hạn mức đánh bắt cho cá Minh Thái Alaska lên 6% và những động thái của chính phủ mới nhằm thúc đẩy sản xuất và đánh bắt nội địa sẽ gia tăng áp lực cạnh tranh tại thị trường này.

Biểu đồ 5. Thị phần nhập khẩu cá phi lê và đông lạnh khác trong giai đoạn 2023-2025



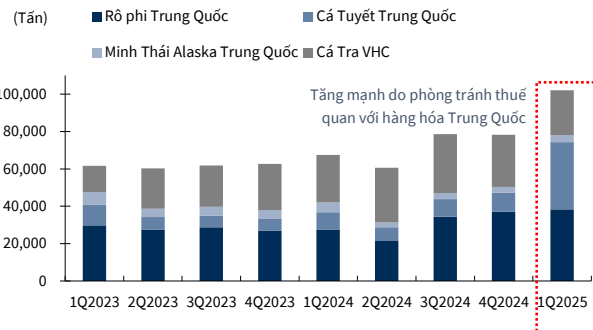
Nguồn: ITC

Biểu đồ 6. Giá nhập khẩu trung bình phân khúc giá rẻ



Nguồn: ITC, KBSV ước tính

Biểu đồ 7. Sản lượng nhập khẩu trung bình phân khúc giá rẻ



Nguồn: ITC, KBSV ước tính

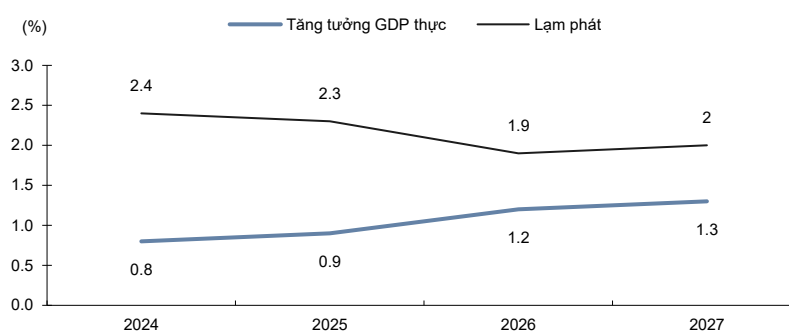
Thuế quan khiến cạnh tranh gay gắt tại thị trường nội địa Trung Quốc

Thuế quan và triển vọng tiêu yếu tại Trung Quốc sẽ gia tăng sự cạnh tranh tại thị trường nội địa Trung Quốc, khiến triển vọng xuất khẩu cá tra Việt Nam tương đối ảm đạm. Đây vốn không phải thị trường trọng điểm của VHC do tiêu chuẩn thấp khiến VHC không có lợi thế cạnh tranh với các doanh nghiệp Việt Nam và Trung Quốc có chi phí sản xuất và tuân thủ thấp hơn. Ngoài ra, thị trường này ngày càng ưa chuộng nhập khẩu cá nguyên con và cỡ lớn với tỉ lệ nhập khẩu tăng từ 20% trong 2022 lên 46% trong 2024, làm giảm biên lợi nhuận do chi phí nuôi đắt hơn. KBSV cho rằng giá cá nguyên liệu tăng cao (ước tăng 17% so với 2024) khiến VHC giữ giá bán cao hơn để bảo vệ biên lợi nhuận, làm giảm sản lượng bán hàng. Chúng tôi cho rằng việc này sẽ khiến VHC đánh mất thị phần vào tay các doanh nghiệp khác với sản lượng cả năm 2025 nhưng vẫn duy trì biên lợi nhuận gộp.

Châu Âu kì vọng là điểm sáng với các chính sách tăng trưởng kinh tế giúp cải thiện triển vọng tiêu dùng

Châu Âu là thị trường truyền thống của VHC, chiếm khoảng 15% doanh thu xuất khẩu cá Tra với tiêu chuẩn và giá bán cao. Theo Ngân Hàng Trung Ương (ECB), tăng trưởng GDP thực (đã điều chỉnh giảm nhẹ do tác động từ thuế quan) dự kiến sẽ có đà phục hồi đáng kể nhờ chính sách chi tiêu tài khóa mở rộng và hạ lãi suất. Lạm phát thấp ở mức 2.2% và ECB hạ lãi suất điều hành xuống 2.25% trong tháng 4 vừa qua (mức thấp nhất từ cuối năm 2022) kì vọng sẽ là yếu tố thúc đẩy tiêu dùng và năng suất lao động trong thời gian tới. KBSV kì vọng tiêu thụ cá tra tại Châu Âu của VHC sẽ cải thiện nhẹ nhờ nhu cầu ổn định hơn trong khi người tiêu dùng khu vực này không ưa chuộng cá rô phi, giúp hạn chế áp lực chuyển hướng xuất khẩu từ Trung Quốc. Nhu cầu cá tra tại Châu Âu còn được hỗ trợ bởi việc giảm hạn mức đánh cá hoang dã, với mức giảm 20-25% đối với hạn mức cá tuyết (Theo SeafoodSource). Ngoài ra, việc tỉ giá EUR/VND tăng 10% so với đầu năm 2025 sẽ phần nào hỗ trợ doanh số xuất khẩu của VHC

Biểu đồ 8. Dự phóng tăng trưởng kinh tế khu vực Châu Âu



Nguồn: ECB

Dự phóng KQKD và định giá

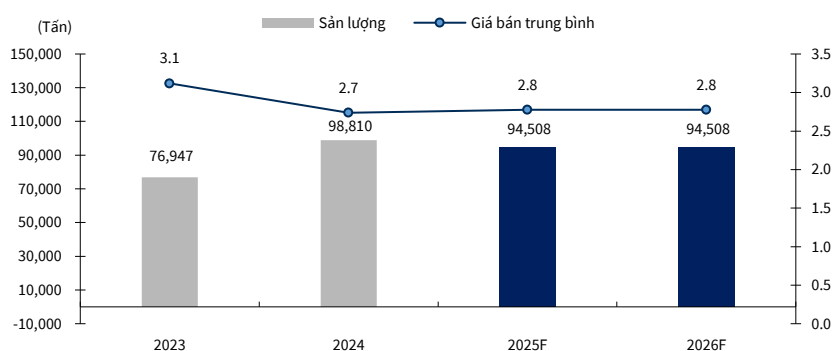
Điều chỉnh giảm dự phóng kết quả kinh doanh

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng với sản lượng tiêu thụ và giá bán trung bình của VHC trong 2025-2026 như bảng 10. Chúng tôi kì vọng giá bán chậm đáy trong giai đoạn 2024-2025 do triển vọng bất ổn toàn cầu đang dần được giải quyết. Kì vọng sản lượng tiêu thụ trong 2025/2026 sẽ giảm nhẹ -4.5%/0% với giá bán trung bình cải thiện lên mức 2.78 USD/kg, +1.4% YoY

Bảng 9. Dự phóng KQKD 2024

(tỷ VND)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	12,535	12,397	-1.1%	12,870	3.8%	
Cá tra	7,094	6,827	-3.8%	6,961	2.0%	Dự phóng doanh thu giảm nhẹ nhờ sản lượng từ Mỹ/TQ/EU tăng lần lượt -5%/-20%/5% với giá bán lần lượt đạt 2.9/2.2/2.8 USD/kg
C&G	773	850	10.0%	988	16.2%	Kì vọng sản lượng C&G trong 2025/2026 tăng 10%/15% nhờ mở rộng dây chuyền tăng gấp đôi công suất. Giá bán trung bình đi ngang
Phụ phẩm	1,850	1,872	1.2%	1,909	2.0%	
Sa Giang	701	841	20.0%	967	15.0%	Giữ nguyên dự phóng trong báo cáo cũ
Khác (TACN và hoa quả)	2,069	2,006	-3.0%	2,046	2.0%	
Lợi nhuận gộp	1,891	1,903	0.6%	2,112	11.0%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>15.1%</i>	<i>15.3%</i>	<i>26bps</i>	<i>16.4%</i>	<i>106bps</i>	Biên lợi nhuận gộp 2025 phục hồi nhẹ nhờ doanh nghiệp điều chỉnh giá bán cao hơn, bù đắp sản lượng giảm nhẹ
Thu nhập tài chính	428	423	-1.1%	409	-3.4%	
Chi phí tài chính	222	219	-1.3%	225	3.0%	
SG&A	639	608	-4.8%	630	3.5%	Chúng tôi kì vọng SG&A/ doanh thu giảm từ 5.1% trong 2024 xuống 5% trong 2025 nhờ (1) giảm chi phí pháp 2025 xuống 12 tỷ so với 32 tỷ trong 2024 (2) Chi phí vận chuyển giảm
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>5.1%</i>	<i>4.9%</i>	<i>-19bps</i>	<i>4.9%</i>	<i>-1bps</i>	
Lợi nhuận trước thuế	1,497	1,530	2.3%	1,699	11.0%	Lợi nhuận tăng chủ yếu đến từ giá bán cả năm cao, trong khi chi phí nuôi cá dự kiến giảm giúp biên lợi nhuận trang trại cao hơn
<i>Biên LNTT</i>	<i>11.9%</i>	<i>12.3%</i>	<i>41bps</i>	<i>13.2%</i>	<i>86bps</i>	
Lợi nhuận sau thuế	1,311	1,301	-0.8%	1,444	11.0%	
LN sau thuế công ty mẹ	1,234	1,224	-0.8%	1,359	11.0%	
<i>Biên LNST</i>	<i>9.8%</i>	<i>9.9%</i>	<i>3bps</i>	<i>10.6%</i>	<i>69bps</i>	

Biểu đồ 10. Dự phóng sản lượng và giá xuất khẩu cá tra của VHC

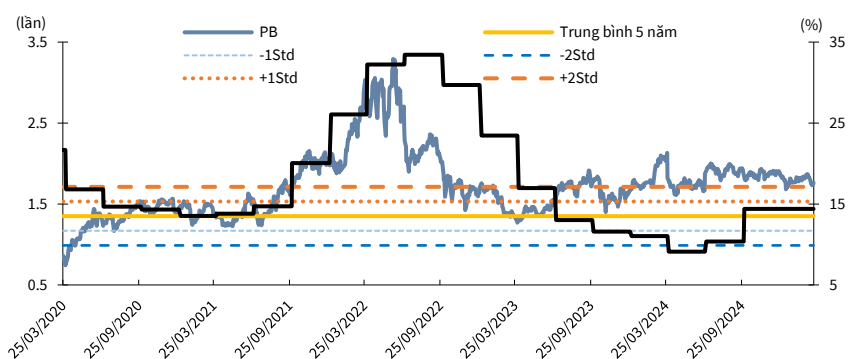


Nguồn: KBSV tính toán

Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 54,500 VND

Do tính chu kì trong xuất khẩu cá tra, triển vọng không rõ ràng của thuế quan cũng như tác động gián tiếp đến các thị trường khác, chúng tôi định giá cổ phiếu VHC bằng phương pháp PE với mục tiêu là 10 lần, giảm 20% so với báo cáo cũ và cao hơn mức trung bình 5 năm của doanh nghiệp là 8 lần. Giá trị hợp lý cho VHC tại cuối năm 2025 là **54,500 VND**, cao hơn 3% so với giá đóng cửa ngày 16/05/2024, vì vậy chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ **MUA** sang **TRUNG LẬP**.

Biểu đồ 11. Định giá PB và tương qua lợi nhuận trên vốn chủ (ROE) của VHC



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

PHỤ LỤC
VHC – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2027

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	10,033	12,535	12,397	12,870	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	11,727	12,070	13,287	14,747
Giá vốn hàng bán	8,540	10,644	10,494	10,759	Tài sản ngắn hạn	7,888	8,241	9,086	10,340
Lãi gộp	1,493	1,891	1,903	2,112	Tiền và tương đương tiền	233	570	1,097	1,610
Thu nhập tài chính	377	428	423	422	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,069	2,340	2,627	3,215
Chi phí tài chính	229	222	219	225	Các khoản phải thu	1,823	2,419	2,084	2,156
Trong đó: Chi phí lãi vay	133	73	72	73	Hàng tồn kho, ròng	3,763	2,911	3,278	3,360
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	1	2	0	0	Tài sản dài hạn	3,839	3,829	4,201	4,407
Chi phí bán hàng	216	293	275	286	Phải thu dài hạn	3	3	3	3
Chi phí quản lý doanh nghiệp	308	346	333	344	Tài sản cố định	3,383	3,415	3,394	3,337
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,118	1,461	1,499	1,679	Tài sản dở dang dài hạn	160	115	508	771
Thu nhập khác	50	67	58	63	Đầu tư dài hạn	67	70	70	70
Chi phí khác	23	32	27	30	Lợi thế thương mại	225	225	225	225
Thu nhập khác, ròng	23	32	27	30	NỢ PHẢI TRẢ	3,351	3,247	3,251	3,357
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	1	2	0	0	Nợ ngắn hạn	3,233	3,193	3,197	3,303
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,145	1,497	1,530	1,712	Phải trả người bán	309	272	345	354
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	169	190	230	257	Người mua trả tiền trước	16	36	36	36
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	974	1,311	1,301	1,455	Vay ngắn hạn	2,157	2,277	2,245	2,302
Lợi ích của cổ đông thiểu số	55	77	77	86	Nợ dài hạn	119	54	54	54
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	919	1,234	1,224	1,370	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	8	19	19	19
					Quỹ đầu tư phát triển	0	29	29	29
Chỉ số hoạt động					Vay dài hạn	102	0	0	0
	2024	2024	2025F	2026F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,591	9,002	10,180	11,499
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.9%	15.1%	15.3%	16.4%	Vốn góp	1,870	2,245	2,244	2,244
Tỷ suất EBITDA	13.7%	13.6%	14.4%	15.6%	Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
Tỷ suất EBIT	9.7%	10.0%	10.4%	11.5%	Lãi chưa phân phối	6,213	6,175	7,277	8,510
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	11.4%	11.9%	12.3%	13.3%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	11.1%	11.7%	12.1%	13.0%	Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.2%	9.8%	9.9%	10.6%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	244	319	395	481
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VNĐ)	2024	2024	2025F	2026F	Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
Lãi trước thuế	1,145	1,497	1,530	1,712	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	402	456	493	529	P/E	12.9	9.6	9.7	8.7
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-165	-154	-423	-422	P/E pha loãng	12.9	9.6	9.7	8.7
Chi phí lãi vay	133	73	72	73	P/B	1.4	1.4	1.2	1.1
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,516	1,872	1,672	1,892	P/S	1.2	0.9	1.0	0.9
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	719	-560	335	-71	P/Tangible Book	1.5	1.5	1.3	1.1
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-856	1,027	-366	-83	P/Cash Flow	-37.2	35.1	22.5	23.1
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-352	262	38	46	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	10.3	8.3	7.9	7.0
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	19	13	-3	4	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	14.6	11.3	10.9	9.5
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-499	-502	-424	-467	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	547	2,113	1,252	1,321	ROE%	12%	14%	13%	13%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-677	-705	-830	-700	ROA%	8%	10%	10%	10%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	4	11	0	0	ROIC%	19%	8%	9%	9%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-3,552	-4,171	-287	-587	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	3,291	3,877	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.2	0.3	0.5
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	0.9	1.2	1.5
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.4	2.6	2.8	3.1
Cổ tức và tiền lãi nhận được	140	126	423	422	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-793	-863	-693	-865	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	57	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.4	0.4	0.3	0.3
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	11,256	10,802	2,245	2,302	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền trả các khoản đi vay	-11,385	-10,815	-2,277	-2,245	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Cổ tức đã trả	0	-900	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-73	-912	-32	57	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-319	338	527	512	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6	6	7	7
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	553	233	570	1,097	Hệ số quay vòng HTK	2	4	3	3
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	234	571	1,097	1,610	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	28	39	30	30

Nguồn: VHC, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Nguyên vật liệu

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.