

+ 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).

CHUYỂN HƯỚNG KINH DOANH SANG THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA VÀ EU ĐỂ GIẢM THIỂU RỦI RO

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với mức giá mục tiêu là **56.855 đồng/cp**, tương ứng P/E 9,3x trong bối cảnh thị trường xuất khẩu cá tra sang thị trường trọng điểm Mỹ đang đối mặt với những rủi ro thuế quan.

CẬP NHẬT KQKD:

Trong quý I/2025, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC đạt lần lượt là 2.647 tỷ VND (giảm 7% yoy) và 211 tỷ VND (tăng 11% yoy). Nguyên nhân chính giúp LNST tăng trưởng trong khi DTT giảm là do chi phí thức ăn cho cá giảm 11% yoy. Doanh thu xuất khẩu của VHC sang thị trường Mỹ và Trung Quốc giảm lần lượt là 5% và 36% yoy, trong khi tăng lần lượt là 4% và 1% ở thị trường EU và Việt Nam. Nguyên nhân là do tiêu dùng ở thị trường TQ vẫn đang yếu, đồng thời doanh nghiệp cũng đang chuyển hướng xuất khẩu sang các thị trường khác ngoài Mỹ để giảm thiểu rủi ro về thuế quan. Đáng chú ý, tỷ trọng doanh thu thị trường nội địa trong quý 1 chiếm 31% vượt qua thị trường Mỹ (vốn là thị trường trọng điểm hàng năm).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cá tra VN có thể vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh ở thị trường Mỹ và EU, do hạn ngạch đánh bắt cá tuyệt ở các vùng biển Thái Bình Dương và Đại Tây Dương giảm từ 9-25% yoy. Đồng thời, cá minh thái Nga vẫn chịu lệnh cấm vận vào thị trường Mỹ và mức thuế cao (13,7%) khi nhập khẩu vào thị trường EU.

Tiêu dùng ở thị trường EU cũng được dự báo sẽ cải thiện trong năm nay nhờ lạm phát thấp ở mức 2,2% và NHTW EU hạ lãi suất điều hành xuống 2,25% trong tháng 4/2025.

Cá tra có xu hướng được tiêu thụ nhiều hơn ở thị trường nội địa, sản lượng tiêu thụ cá tra ở Việt Nam có thể đạt khoảng 121 nghìn tấn (tăng 0,56% yoy) trong năm nay. Điều này tạo điều kiện cho VHC chuyển hướng sang thị trường nội địa trước những rủi ro thuế quan ở thị trường truyền thống Mỹ.

Tích cực đầu tư vào các sản phẩm khác ngoài cá tra giúp VHC đa dạng hóa nguồn thu và giảm thiểu rủi ro. Trong năm 2025, VHC sẽ tập trung đầu tư nâng công suất nhà máy C&G, Sa Giang và hoàn thiện thêm dây chuyền sản xuất rau cho nhà máy Thành Ngọc. Dự phóng doanh thu và lợi nhuận thuần từ các sản phẩm này sẽ tăng trưởng trên 20% trong năm 2025.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	13.231	10.033	12.535	13.256	13.623
Tăng trưởng DT	46,1%	-24,2%	24,9%	5,7%	2,8%
LNST (tỷ đồng)	1.975	919	1.234	1.368	1.436
Tăng trưởng LNST	79,7%	-53,5%	34,2%	10,9%	5,0%
TS LN gộp (%)	22,5%	14,9%	15,1%	15,7%	15,9%
ROA (%)	17,4%	8,2%	10,7%	11,1%	11,3%
ROE – TTM (%)	26,2%	11,3%	14,6%	14,0%	12,9%
EPS - TTM (đồng)	8.358	4.165	5.496	6.093	6.397

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	56.855
Tiềm năng tăng giá	-1,5%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	-1,5%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Thủy sản
Thị giá (29/05/2025)	57,7
Biến động 1 năm	43,8 – 75,4
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	835.814
Vốn hóa (Tỷ đồng)	12.973,39
P/E	10,19x
P/B	1,39x
%NN sở hữu	0%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
VHC	-20,9%	-21,8%	-22,7%
VNindex	2,8%	7,3%	4,7%

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 - 024 3936 6990 ext 7184

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

Bloomberg: VCBS <GO>

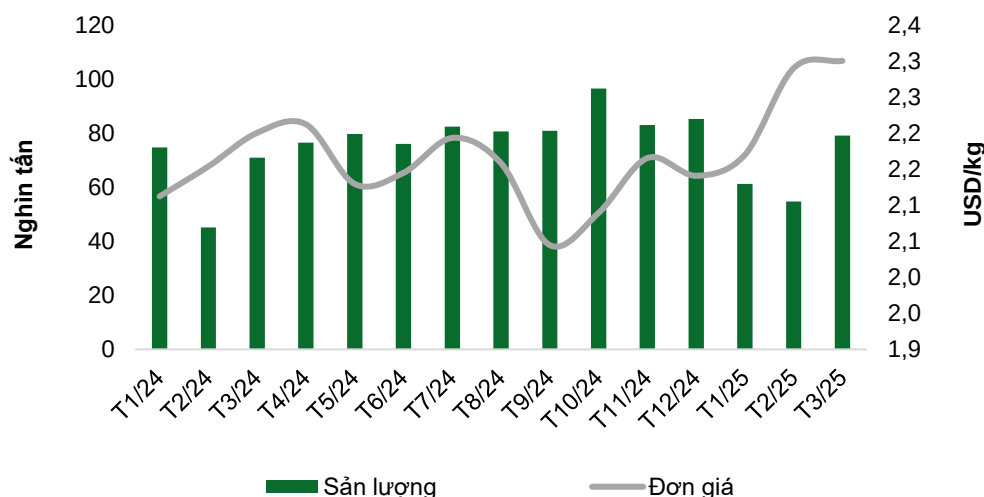
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH NGÀNH CÁ TRA

Thị trường châu Mỹ và EU tích cực nhập khẩu cá tra Việt Nam, trong khi tiêu dùng tại thị trường Trung Quốc suy yếu.

Trong quý 1/2025, tổng sản lượng và giá trị xuất khẩu cá tra của VN đạt lần lượt là 195 nghìn tấn (tăng 2% yoy) và 440 triệu USD (tăng 7% yoy). Cụ thể:

- Tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường Brazil với trị giá xuất khẩu cao ở mức 48 triệu USD (tăng 73% yoy), nhờ Brazil tiến hành đàm phán tăng cường nhập khẩu cá tra Việt Nam. Doanh thu xuất khẩu sang thị trường EU cũng ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể 16% yoy, đạt mức 45 triệu USD, nhờ hiệp định EVFTA giúp giảm thuế và tăng tính cạnh tranh cho sản phẩm cá tra Việt Nam. Ngoài ra, thị trường Mỹ có tổng giá trị xuất khẩu đạt 69 triệu USD (tăng 6% yoy), do các nhà nhập khẩu tích cực nhập hàng trước lo ngại về mức thuế đối ứng cao sau 90 ngày tạm hoãn.
- Thị trường TQ có sản lượng và trị giá xuất khẩu đều giảm lần lượt là 17% và 16% yoy, do nhu cầu tiêu dùng ở TQ vẫn đang ở mức thấp, ngoài ra Nga chuyển hướng xuất khẩu cá minh thái vào TQ càng làm lợi thế cạnh tranh của cá tra VN vào thị trường này sụt giảm.

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



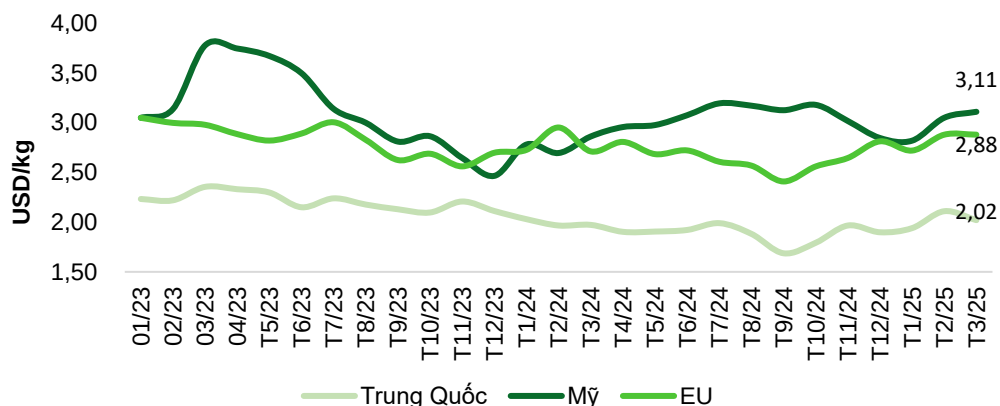
Nguồn: Agromonitor

Giá cá tra xuất khẩu đầu năm 2025 có xu hướng tăng mạnh ở thị trường Mỹ

Trong quý 1/2025, giá cá tra xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc tăng bình quân 2% yoy, đạt mức 2,02 USD/kg vào thời điểm tháng 3/2025. Giá cá tra xuất khẩu sang thị trường này đã bắt đầu hồi phục từ quý 4/2024 cho thấy tín hiệu hồi phục của tiêu dùng. Tuy nhiên, tín hiệu này chưa được mạnh mẽ nên giá xuất khẩu vẫn chưa thể hiện xu hướng rõ ràng.

Nhu cầu tiêu thụ cá tra của thị trường EU khá ổn định sau dịp Giáng sinh và Tết Tây, giá cá tra VN xuất khẩu sang EU tăng nhẹ 1% yoy. Đối với thị trường Mỹ, các nhà nhập khẩu đang tích cực nhập khẩu trong 90 ngày chờ đợi mức thuế quan mới, nhờ đó giá cá tra xuất khẩu trong 3 tháng đầu năm 2025 tăng 8% yoy. Tính đến thời điểm tháng 3/2025, giá cá tra xuất khẩu sang Mỹ và EU đạt lần lượt là 3,11 và 2,88 USD/kg.

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



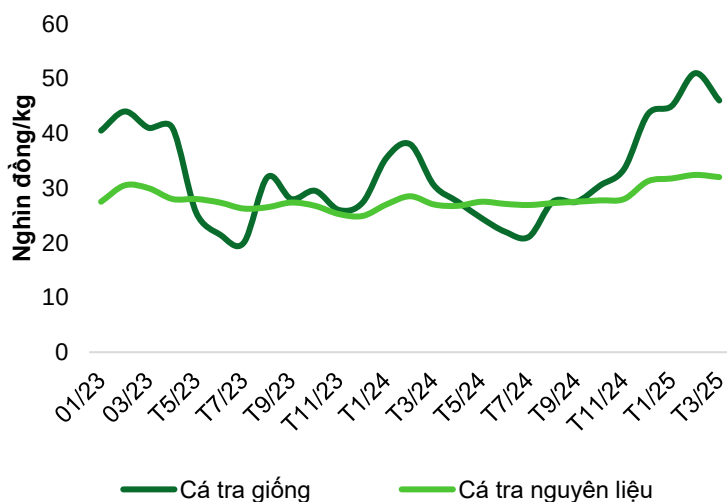
Nguồn: Agromonitor

Đà tăng của giá cá giống và cá nguyên liệu bắt đầu chững lại. Giá TACN cho cá có xu hướng giảm

Trong quý 1/2025, giá cá giống tăng bình quân 37% yoy đạt mức 47.300 VND/kg. Nguyên nhân giá cá giống tăng cao là ở thời điểm đầu năm nguồn cung cá giống vẫn còn thiếu hụt do dịch bệnh bùng phát ở các ao nuôi từ cuối năm ngoái, trong khi nhu cầu thả nuôi của các doanh nghiệp cao để đáp ứng cho các đơn hàng xuất khẩu (đặc biệt là sang thị trường Mỹ). Sang tháng 3/2025, giá cá giống bắt đầu giảm 10% mom do các ao đã thả hết công suất. Tương tự, giá cá nguyên liệu cũng tăng đáng kể 17% yoy đạt mức 32.100 VND/kg trong quý 1/2025 và giảm nhẹ 1% mom ở thời điểm tháng 3.

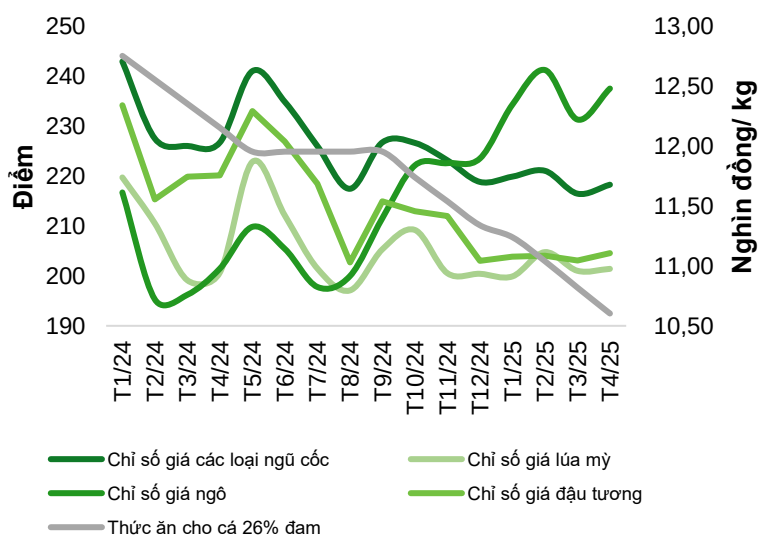
Giá thức ăn cho cá 26% giảm bình quân 12% yoy trong 4T/2025. Nguyên nhân là do chỉ số giá 2 nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong thành phần TACN cho cá tra, gồm bột mỳ (25%) và bột đậu nành (20%) giảm lần lượt là 3% và 8% yoy.

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 Q1.2025

Tiêu chí (tỷ VND)	Q1/2024	Q1/2025	% YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	2.856	2.648	-7%	Doanh thu thuần trong Q1/2025 giảm nhẹ 7% yoy, chủ yếu là do doanh thu mảng cá tra sụt giảm 7% yoy. Trong đó, doanh thu từ thị trường Mỹ và TQ giảm lần lượt là 5% và 36% yoy. Nguyên nhân là do: (1) Doanh nghiệp đang dần định hướng lại thị trường tiêu thụ sản phẩm sang EU và nội địa, trước những rủi ro tiềm ẩn về thuế quan ở Mỹ; (2) Tiêu dùng ở thị trường TQ vẫn chưa được cải thiện, cá minh Thái Nga xâm nhập vào thị trường này cạnh tranh với sản phẩm cá tra VN.
-Cá tra	1.463	1.354	-7%	
-Sản phẩm GTGT	32	27	-16%	
-Phụ phẩm	448	445	-1%	
-C&G	238	163	-32%	Ngoài ra, doanh thu từ sản phẩm gạo tăng nhẹ 3% yoy cho thấy hiệu quả của các chiến dịch marketing ở thị trường nội địa.
-Sản phẩm từ gạo	159	164	3%	
-Khác	470	491	4%	
LNST	189	211	11%	LNST của VHC tăng 11% yoy trong quý 1/2025, do giá vốn bán hàng giảm 11% yoy (do giá thức ăn cho cá giảm bình quân 12% yoy) và chi phí bán hàng giảm 23% yoy.
Biên ròng	6,6%	7,97%	1,37%	

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Xuất khẩu cá tra chuyên hướng sang thị trường nội địa và EU

Nhu cầu tiêu thụ cá tra của Mỹ có thể bị ảnh hưởng đáng kể bởi tác động của thuế đối ứng. Theo nhận định của Vĩnh Hoàn, mức nền cho thuế đối ứng đã ở 10% và không thể giảm thêm, như vậy trong kịch bản tích cực nhất, mức thuế này vẫn tăng đáng kể so với mức 1,5% như mọi năm. Các loại thuế nhập khẩu, bao gồm cả thuế đối ứng, sẽ chủ yếu do nhà nhập khẩu và người tiêu dùng ở Mỹ chịu, do đó họ sẽ cần thời gian để điều chỉnh sức mua khi thuế quan tăng sốc như trên. Tuy nhiên, **Việt Nam vốn giữ thị phần lớn (khoảng 91%)** ở thị trường Mỹ nên sẽ **đỡ bị ảnh hưởng tương quan thuế đối ứng với các nước khác.**

Ngoài ra, cá tra có thể vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh ở thị trường Mỹ và Châu Âu khi một số loại cá cùng phân khúc gặp khó khăn về hạn ngạch khai thác và hạn chế nhập khẩu. Cụ thể:

- (1) Hạn ngạch đánh bắt cá tuyết cho năm 2025 ở biển Barents và Alaska giảm lần lượt là 25% và 9% yoy, do khả năng tái tạo của cá tuyết không còn cao.
- (2) Cá minh thái Nga vẫn tiếp tục bị cấm vận ở Mỹ và áp mức thuế cao (13,7%) khi nhập khẩu vào thị trường EU.

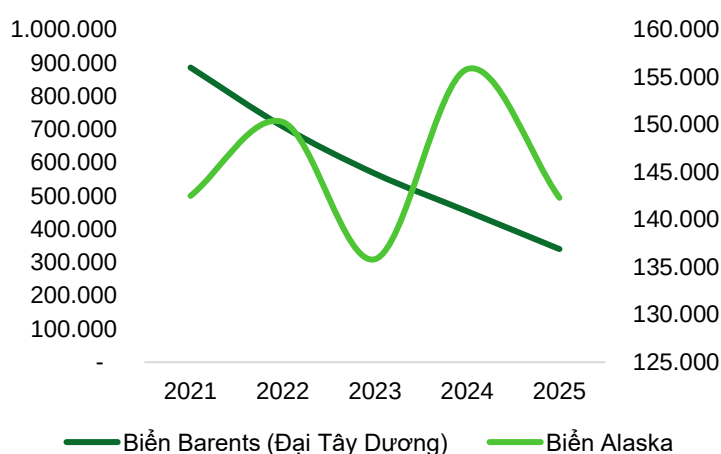
Tiêu dùng ở thị trường EU cũng được dự báo sẽ cải thiện trong năm nay nhờ lạm phát thấp ở mức 2,2% và NHTW EU hạ lãi suất điều hành xuống 2,25% trong tháng 4/2025. **Chúng tôi dự báo, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ và EU của VHC sẽ đạt lần lượt 2.233 tỷ VND (giảm 22% yoy) và 1.890 tỷ VND (tăng 24,3% yoy).**

Cá tra có xu hướng được tiêu dùng nhiều hơn ở thị trường Việt Nam trong thời gian gần đây, với bình quân tiêu dùng trên đầu người **tăng từ 1,5-4,5% yoy trong giai đoạn 2018-2024.** Cục Thủy sản đặt mục tiêu cho sản lượng thủy sản Việt Nam trong năm 2025 sẽ đạt khoảng 9.600 nghìn tấn, cá tra với tỷ trọng khoảng 16-26% trong tổng sản lượng thu hoạch thủy sản Việt Nam, và tỷ trọng tiêu dùng nội địa chiếm 6% sản

lượng thu hoạch cá tra, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ cá tra ở Việt Nam có thể đạt khoảng 121 nghìn tấn (tăng 0,56% yoy) trong năm nay. **Đây sẽ là cơ hội cho VHC đẩy mạnh bán sản phẩm cá tra ở thị trường nội địa**, khi thị trường trọng điểm hàng năm (Mỹ) đang gặp rủi ro về thuế quan. Trong quý 1/2025, tỷ trọng doanh thu ở thị trường Việt Nam của VHC đạt 31% vượt thị trường Mỹ với tỷ trọng 26%. **Chúng tôi dự báo, doanh thu cá tra của VHC ở thị trường VN sẽ đạt khoảng 2.663 tỷ VND (tăng 6,3% yoy).**

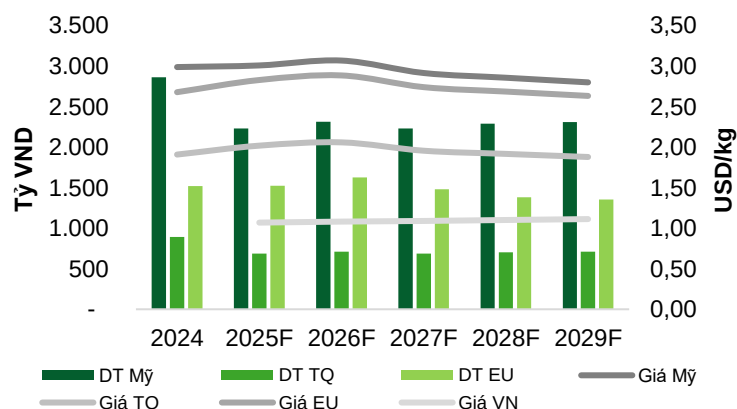
Doanh thu và lợi nhuận thuần mềng cá tra của VHC năm 2025 được dự báo sẽ đạt lần lượt là 8.590 tỷ VND (giảm 4% yoy) và 1.203 tỷ VND (giảm 16% yoy), do doanh thu xuất khẩu sang Mỹ có thể giảm mạnh vào nửa cuối năm sau khi có thông báo chính thức về mức thuế đối ứng.

Hình 5: Hạn ngạch đánh bắt cá tuyết qua các năm (tấn)



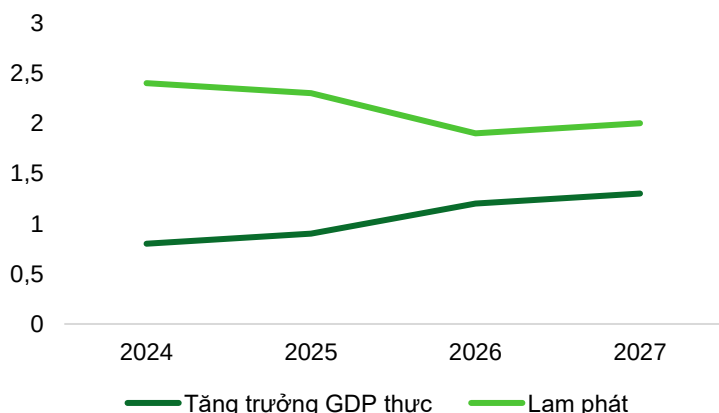
Nguồn: National Oceanic and Atmospheric Administration

Hình 6: Dự phóng doanh thu và giá xuất khẩu cá tra tại các thị trường



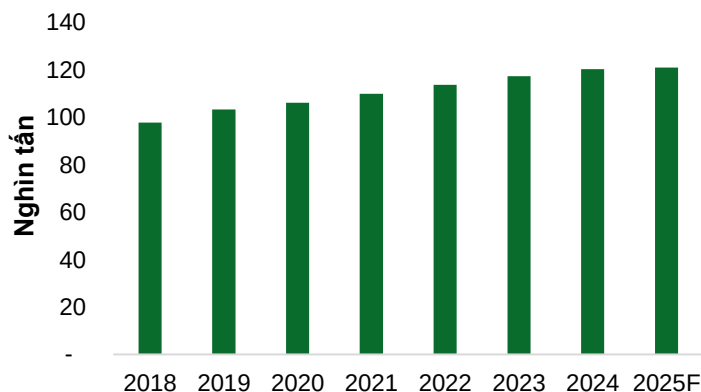
Nguồn: VCBS dự phóng

Hình 7: Dự phóng tăng trưởng kinh tế khu vực EU



Nguồn ECB

Hình 8: Tiêu thụ cá tra ở thị trường Việt Nam



Nguồn: VCBS ước tính

Đầu tư nâng công suất các mềng kinh doanh khác để đa dạng hóa sản phẩm và giảm thiểu rủi ro

Tổng mức đầu tư trong năm 2025 của VHC theo kế hoạch sẽ là 830 tỷ VND cho các dự án sau:

- (1) Mở rộng nâng cấp máy móc thiết bị sản xuất và cải tạo nhà máy Collagen
- (2) Bổ sung máy móc thiết bị cho giai đoạn 1 nhà máy chế biến trái cây Thành Ngọc

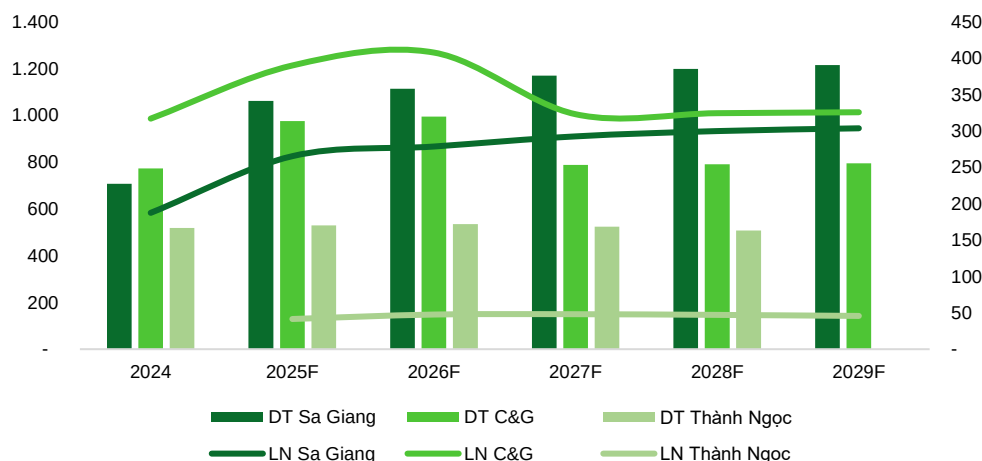
- (3) Xây dựng kho mới nhà máy thức ăn thủy sản Feedone
- (4) Mở rộng vùng nuôi. Đầu tư mới và cải tạo nhà máy Vĩnh Phước, Thái Bình, Vĩnh Hoàn
- (5) Mở rộng kho và nâng cấp tăng công suất sản xuất nhà máy Sa Giang.

Mảng C&G sẽ tập trung vào phân khúc cao cấp ở thị trường EU và Hàn Quốc. Chúng tôi **dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần mảng C&G của VHC sẽ đạt lần lượt là 975 tỷ VND (tăng 26% yoy) và 390 tỷ VND (tăng 23% yoy).**

Nhà máy Thành Ngọc ngoài sản xuất hoa quả cũng vừa hoàn thiện thêm dây chuyền sản xuất rau trong năm 2024. **Dự kiến, doanh thu và lợi nhuận thuần của Vinh Agriculture đạt lần lượt là 519 tỷ và 42 tỷ VND trong năm 2025.**

Bên cạnh đó, mảng các sản phẩm từ gạo cũng hứa hẹn nhiều tiềm năng cho doanh nghiệp, với mức doanh thu tăng trưởng mạnh khoảng 54% yoy trong năm 2024. VHC ngoài việc nâng công suất nhà máy Sa Giang, sẽ tích cực đẩy mạnh hoạt động marketing và bán hàng cho các sản phẩm gạo ở thị trường nội địa. **Chúng tôi dự báo, DT và LN thuần của Sa Giang sẽ đạt 1.061 tỷ VND (tăng 50% yoy) và 265 tỷ VND (tăng 42% yoy).**

Hình 9: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận thuần các mảng của VHC (tỷ VND)



Nguồn: VCBS dự báo

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định cho dự báo

Tiêu chí	2024	2025F	% YOY	2026F	%YOY	Nguyên nhân
Giá bán						
Cá tra xuất khẩu bình quân (USD/kg)	1,88	2,19	+16%	2,23	+2%	Giá cá tra xuất khẩu sang Mỹ tăng cao trong nửa đầu năm 2025 do các nhà nhập khẩu đẩy mạnh nhập hàng trong 90 ngày chờ đợi mức thuế chính thức. Nhu cầu tiêu thụ được dự báo cải thiện ở thị trường EU và nội địa, hỗ trợ cho giá bán bình quân được cải thiện.
C&G (Nghìn đồng/kg)	361	364	+1%	371	2%	Giá C&G tăng theo giá cá tra xuất khẩu sang thị trường EU và Hàn Quốc
Sản lượng						

Cá tra (tấn)	98.623	156.837	59%	159.326	+2%	Sản lượng tăng mạnh ở năm 2025, do các đơn hàng sang thị trường Mỹ tăng mạnh trong nửa đầu năm. Đồng thời, nhu cầu tiêu dùng ở EU và VN được cải thiện sẽ góp phần cải thiện sản lượng của VHC.
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 1.368 tỷ VND (tăng 11% yoy). Do xuất khẩu sang thị trường Mỹ tích cực ở nửa đầu năm và nhu cầu tiêu thụ cá tra ở EU và VN được cải thiện

Chúng tôi **đưa ra mức giá khuyến nghị cho cổ phiếu VHC là 56.855 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 9,3x 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 = 13,31% theo CAPM ($R_f = 2\%$, Risk premium = 9,5%, $\beta = 1,19$)

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

WACC = 11,06%

Định giá bằng FCFF:

FCFF: triệu đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	1.722.946	1.778.209	1.708.294	1.750.147	1.770.999
Khấu hao	539.066	619.066	699.066	779.066	859.066
Thay đổi WC	(428.276)	(128.835)	93.773	(121.190)	(63.593)
CAPEX	(830.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)
FCFF	789.907	1.247.753	1.489.123	1.390.819	1.546.680
NPV giai đoạn 2025-2029F					4.835.895
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn ($g = 2\%$)					10.613.676
Tổng giá trị doanh nghiệp					15.449.571
Trừ: Vay nợ ròng					2.277.107
Giá trị VCSH					13.255.605
Số lượng CPLH (cp)					224.453.159

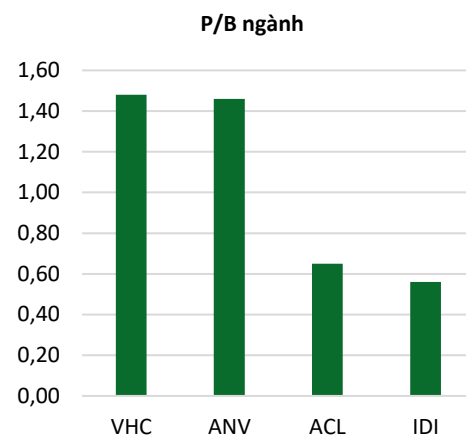
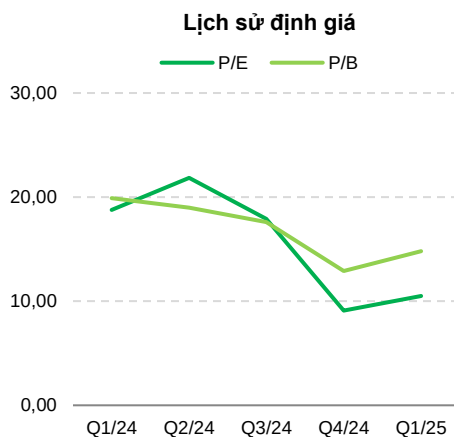
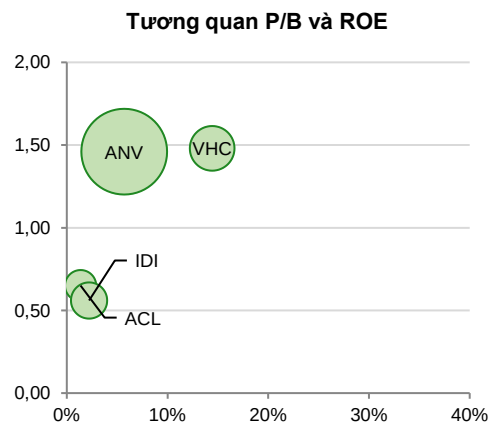
Định giá 59.057

Phương pháp so sánh P/B

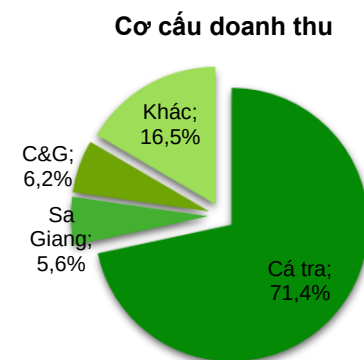
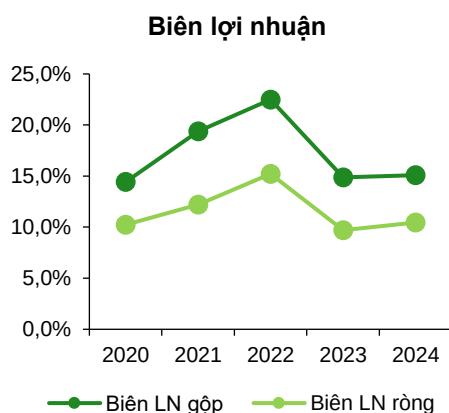
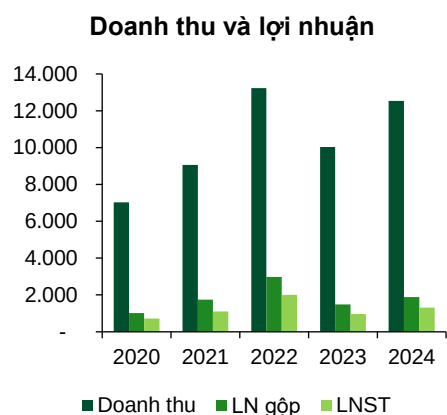
(Tham khảo phụ lục 1)

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	1.368
P/B áp dụng (trung bình/trung vị/lich sử)	1,04
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	12.280
Số lượng CPLH (tr.cp)	224
Giá mục tiêu (đồng/cp)	48.047

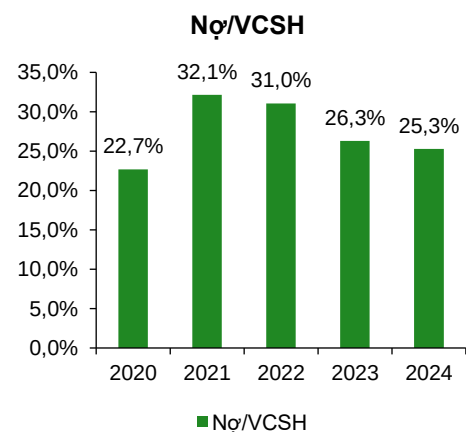
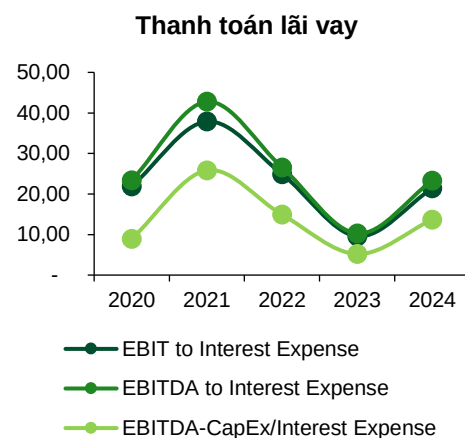
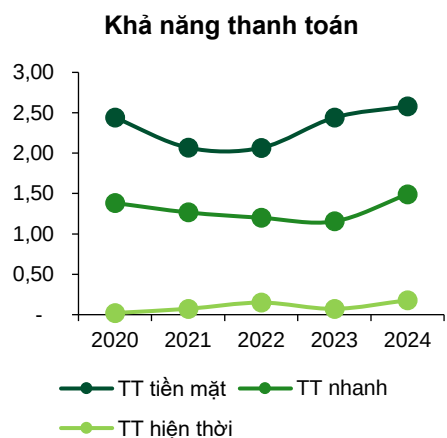
ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI



KẾT QUẢ KINH DOANH



SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH



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

Kết quả kinh doanh	2023	2024	2025F	2026F	2027F	Cân đối kế toán	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	10.033	12.535	13.256	13.623	13.331	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	8.540	10.644	11.129	11.419	11.218	+ Tiền	233	570	603	619	1.437
Lợi nhuận gộp	1.493	1.891	2.086	2.162	2.072	+ ĐTTT ngắn hạn	2.069	2.340	2.340	2.340	2.340
- Chi phí bán hàng	216	293	309	318	311	+ Phải thu	1.432	1.849	1.735	1.783	1.745
- Chi phí quản lí DN	308	346	366	376	368	+ Hàng tồn kho	3.763	2.911	3.489	3.580	3.517
Lợi nhuận HĐKD	969	1.253	1.410	1.469	1.393	+ Khác	391	571	604	620	607
EBIT	1.278	1.570	1.723	1.778	1.708	Tài sản ngắn hạn	7.888	8.241	8.771	8.943	9.646
- Chi phí lãi vay	133	73	0	0	0	+ Tài sản dài hạn	5.624	6.012	6.842	7.642	8.442
LNTT	1.145	1.496	1.659	1.742	1.699	+ Khấu hao lũy kế	2.087	2.493	3.032	3.651	4.350
- Thuế TNDN	171	186	206	216	211	+ Tài sản dài hạn	3.538	3.519	3.810	3.991	4.092
LNST	974	1.311	1.453	1.525	1.488	+ ĐTTT dài hạn	56	56	56	56	56
- Lợi ích CĐTS	55	77	85	90	87	+ Khác	461	433	458	470	460
LNST CĐ CT Mệ	919	1.234	1.368	1.436	1.401	Tài sản dài hạn	4.054	4.008	4.324	4.517	4.608
EPS (đ)	4.165	5.496	6.093	6.397	6.240	Tổng Tài sản	11.943	12.249	13.095	13.461	14.254
EBITDA	1.371	1.709	2.262	2.397	2.407						
Tăng trưởng	2023	2024	2025F	2026F	2027F	Nợ & VCSH					
Doanh thu	-24,2%	24,9%	5,7%	2,8%	-2,1%	+ Phải trả (ngắn)	309	272	303	311	306
LN HĐKD	-57,0%	29,3%	12,6%	4,1%	-5,2%	+ Vay ngắn hạn	2.157	2.277	1.683	585	0
LNST	-51,6%	34,6%	10,9%	5,0%	-2,5%	+ Khác	767	645	682	701	686
EBIT	-47,2%	22,8%	9,8%	3,2%	-3,9%	Nợ ngắn hạn	3.233	3.193	2.668	1.597	991
EPS	-50,2%	32,0%	10,9%	5,0%	-2,5%	+ Vay dài hạn	102	0	0	0	0
Tổng tài sản	3,1%	2,6%	6,9%	2,8%	5,9%	+ Phải trả dài hạn	17	54	57	59	57
Nợ vay	-5,4%	0,8%	-26,1%	-65,2%	-100%	Nợ dài hạn	119	54	57	59	57
VCSH	11,7%	4,8%	15,2%	13,8%	11,9%	Tổng nợ	3.351	3.247	2.725	1.655	1.049
Khả năng sinh lời	2023	2024	2025F	2026F	2027F	+ Vốn điều lệ	1.870	2.245	2.245	2.245	2.245
Tỷ suất LNG	14,9%	15,1%	15,7%	15,9%	15,5%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	9,7%	10,5%	11,0%	11,2%	11,2%	+ Thặng dư	264	264	264	264	264
ROE DuPont	12,0%	14,9%	15,0%	13,8%	11,9%	+ LN giữ lại	6.214	6.175	7.542	8.978	10.379
ROA DuPont	8,3%	10,8%	11,5%	11,5%	10,7%	+ Lợi ích CĐTS	244	319	319	319	319
Tỷ suất EBIT	12,7%	12,5%	13,0%	13,1%	12,8%	Vốn chủ sở hữu	8.591	9.002	10.369	11.805	13.206
LNTT / LNST	85,0%	87,6%	87,6%	87,6%	87,6%	Tổng nguồn vốn	11.943	12.249	13.095	13.461	14.254
LNTT / EBIT	89,6%	95,3%	96,3%	97,9%	99,4%						
Vòng quay TTS	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	Lưu chuyển tiền	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	Tiền đầu năm	553	233	570	603	619
ROIC	9,3%	11,8%	12,5%	12,5%	11,6%	LNST	919	1.234	1.368	1.436	1.401
Hiệu quả hoạt động	2023	2024	2025F	2026F	2027F	+ Khấu hao lũy kế	402	456	539	619	699
Số ngày tồn kho	64,5	47,8	49,3	47,1	48,3	+ Điều chỉnh	-128	-185	-22	-11	9
Số ngày phải thu	140,6	114,4	105,0	113,0	115,5	+ Thay đổi VLĐ	-507	734	-428	-129	94
Số ngày phải trả	16,2	9,9	9,4	9,8	10,0	Tiền từ HĐKD	687	2.238	1.457	1.915	2.202
Luân chuyển tiền	189,0	152,3	144,9	150,3	153,7	+ Thanh lý TSCĐ	4	11	0	0	0
An toàn tài chính	2023	2024	2025F	2026F	2027F	+ Mua sắm TSCĐ	-677	-705	-830	-800	-800
TT hiện hành	2,44	2,58	3,29	5,60	9,73	+ Đầu tư ròng	0	0	0	0	0
TT nhanh	1,15	1,49	1,75	2,97	5,57	+ Khác	-261	-294	0	0	0
TT tiền mặt	0,07	0,18	0,23	0,39	1,45	Tiền từ HĐĐT	-933	-989	-830	-800	-800
Nợ / Tài sản	0,19	0,19	0,13	0,04	0,00	+ Cổ tức đã trả	0	-899	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	0,21	0,20	0,14	0,05	0,00	+ Tăng (giảm) vốn	57	0	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,26	0,25	0,16	0,05	0,00	+ Nợ ngắn hạn	11.256	10.802	-594	-1.098	-585
						+ Nợ dài hạn	-11.385	-10.815	0	0	0
						+ Khác	-2	-1	0	0	0
						Tiền từ HĐTC	-74	-913	-594	-1.098	-585
						Lưu chuyển tiền	-320	337	33	17	817
						Tiền cuối năm	233	570	603	619	1.437

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
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	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

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Phạm Thu Hường

Chuyên viên Phân tích

pthuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>