

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

Triển vọng tương đối tích cực

28/02/2025

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

KQKD 4Q2024 phản ánh phục hồi tốt từ các thị trường

Trong 4Q2024, doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 9,329 đồng (+22% YoY) và LNST đạt 808 tỷ đồng (-4.8% YoY), chủ yếu nhờ phục hồi sản lượng hai chữ số ở hầu hết thị trường và VHC hoàn nhập lại chi phí dự phòng giảm giá hàng tồn kho.

Mảng cá tra tiếp tục hưởng lợi từ thuế quan từ Mỹ

Chúng tôi kì vọng mức thuế nhập khẩu vào Mỹ tăng thêm 10% mới vào hàng Trung Quốc trong 2025 (tổng cộng là 20%) sẽ tác động tích cực đến nhu cầu cá tra Việt Nam. Trong bối cảnh phòng vệ thương mại toàn cầu tăng cao, chúng tôi cho rằng xuất khẩu cá tra sẽ giữ tốc độ tăng trưởng nhẹ về cả sản lượng và giá bán, tận dụng lợi thế thực phẩm giá rẻ trong bối cảnh người tiêu dùng toàn cầu thắt chặt chi tiêu.

Lợi nhuận kì vọng cải thiện 26% nhờ giá bán phục hồi và chi phí ổn định

Chi phí thức ăn chăn nuôi ở mức thấp kì vọng giúp cải thiện biên gộp và biên EBIT khoảng 170bps/180 bps. Biên lợi nhuận trang trại phục hồi sẽ giúp giảm tình trạng thiếu cá nguyên liệu trong giai đoạn sau của năm 2025. Lợi nhuận kì vọng đạt 1,550 tỷ VND trong 2025, tăng 26% YoY nhờ giá bán và sản lượng cải thiện.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 82,800 VND/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với định giá mục tiêu cho năm 2025 là 82,800 VND/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 16%. Những rủi ro về thương mại toàn cầu và chính sách cắt giảm nhân lực toàn cầu sẽ tác động tiêu cực lên thu nhập người tiêu dùng là yếu tố cần theo dõi trong năm 2025.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND82,800
Tăng/giảm (%)	15%
Giá hiện tại (28/02/2025)	VND 71,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 84,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	16.0/0.64

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%)

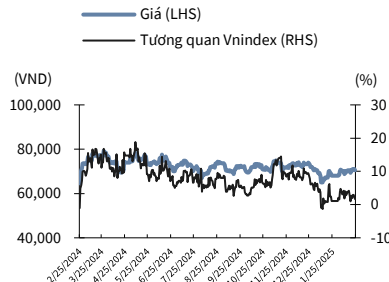
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3.5	-1.5	-4.1	9.1
Tương đối	0.4	-7.2	-5.6	1.5

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	10,033	12,535	13,791	14,471
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,118	1,461	1,844	2,041
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	919	1,234	1,550	1,714
EPS (VND)	4,914	5,497	6,905	7,638
Tăng trưởng EPS (%)	-54	12	26	11
P/E (x)	17.6	12.8	10.3	9.3
P/B (x)	1.9	8.1	7.4	6.7
ROE (%)	11	14	17	17
Tỷ suất cổ tức (%)	0	5.7	2.8	2.8

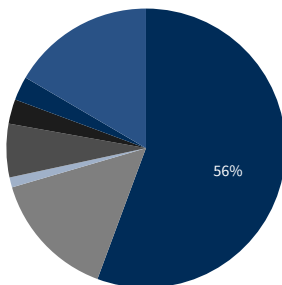
Nguồn: Fiinpro, KBSV



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 bao gồm: Sản xuất thức ăn chăn nuôi, trang trại tự chủ và chế biến xuất khẩu. Bên cạnh fillet cá tra (chiếm hơn 60% doanh thu), Vinh Hoàn còn tận dụng phụ phẩm trong chế biến cá để sản xuất và kinh doanh các sản phẩm phụ (bột và dầu cá), Collagen & Gelatin.

Điểm nhấn đầu tư

Cá rô phi Trung Quốc dự kiến chịu thuế bổ sung 20% tại Mỹ. 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 lợi nhuận dự phóng tăng lần lượt 26%/11% trong 2025/2026

Nhu cầu thực phẩm thiết yếu với mức giá bình dân trên toàn cầu. Chiến tranh thương mại và bất ổn địa chính trị khiến người tiêu dùng toàn cầu thắt chặt, tập trung tiêu thụ sản phẩm có chi phí cạnh tranh

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

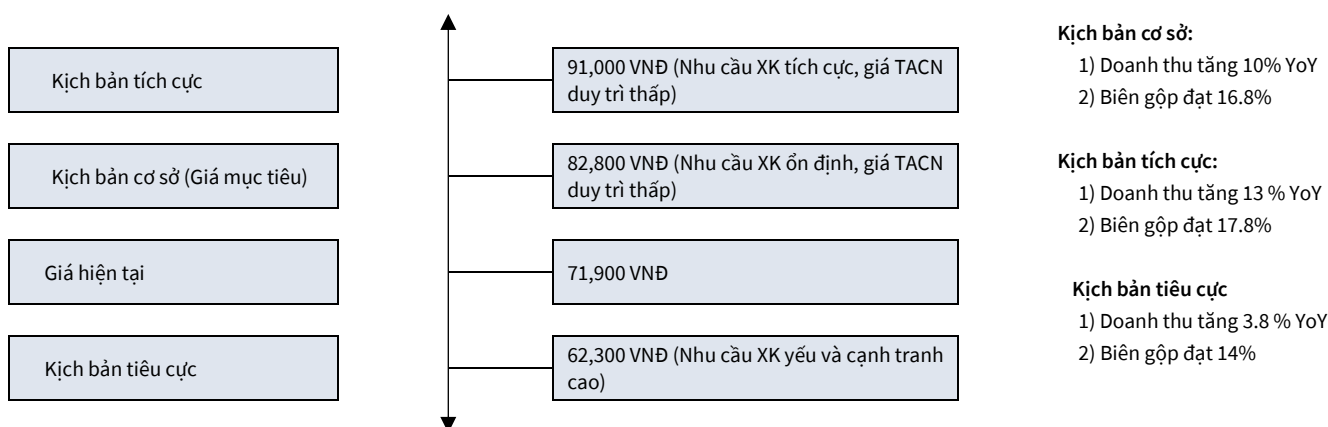
Dự phóng kết quả kinh doanh

(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	13,791	14,471	5%	4%	14,427	16,386	-4%	-12%
EBIT	1,630	1,834	1%	2%	1,555	1,927	5%	-5%
LNST công ty mẹ	1,550	1,714	18%	16%	1,570	1,916	-1%	-11%

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 505% nhờ cải thiện biên lợi nhuận và nhu cầu phục hồi

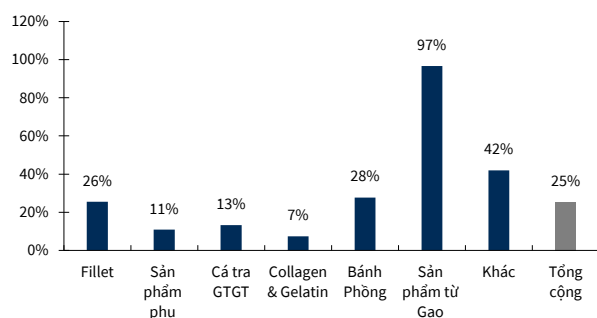
Trong quý 4-2024, doanh thu của Vĩnh hoàn đi ngang so với 3Q nhưng tăng 34% so với cùng kì nhờ sự phục hồi ấn tượng từ các thị trường trọng điểm. Biên lợi nhuận gộp trong kì đạt 17.9%, đi ngang so với quý 3. Cả năm, biên lợi nhuận gộp đạt 15.1%, tương đương mức dự phóng của chúng tôi. Nhờ vậy, LNST cải đạt 425 tỷ VNĐ, tăng 505%YoY.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q4/2023	Q4/2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,390	3,277	37%	10,033	12,535	25%	
Cá fillet	1,209	1,850	53%	5,537	6,949	26%	Chủ yếu nhờ sản lượng bán hàng tăng trưởng mạnh 35% chủ yếu nhờ sự phục hồi ở thị trường Mỹ và các thị trường mở rộng khác như CTPP.
Phụ phẩm	364	505	39%	1,669	1,850	11%	
Hàng GTGT	26	29	12%	128	145	13%	
Collagen & Gelatin	214	142	-34%	720	773	7%	
Bánh phồng và sản phẩm từ gạo	150	185	23%	454	701	54%	
Khác	455	492	8%	1,457	2,069	42%	Sa Giang thay đổi bao bì và tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu
Lợi nhuận gộp	243	578	137%	1,493	1,891	27%	Giá bán cá cao giúp thúc đẩy mảng TACN
Biên lợi nhuận gộp	10.2%	17.7%	744bps	14.9%	15.1%	21bps	Biên lợi nhuận gộp Q4 phục hồi tương đương với mức 17.7% trong Quý 3 nhờ hoàn nhập chi phí dự phòng
Thu nhập tài chính	80	148	85%	377	428	14%	
Chi phí tài chính	44	50	14%	229	222	-3%	Tỉ giá USD/VND tăng giúp cải thiện lợi nhuận từ chênh lệch tỉ giá
SG&A	155	202	30%	524	639	22%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	125	475	281%	1,118	1,461	31%	SG&A tăng 22% chủ yếu đến từ giá cước vận chuyển tăng cao
Lợi nhuận trước thuế	136	481	254%	1,145	1,497	31%	
Lợi nhuận sau thuế	90	441	387%	974	1,311	35%	
LNST công ty mẹ	70	425	505%	919	1,234	34%	
Biên LNST	7%	10%	300bps	9%	10%	68bps	

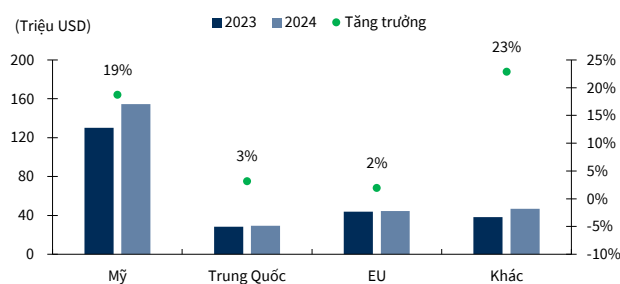
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng doanh thu mảng trong 2024 (%YoY)



Nguồn: VHC, KBSV tổng hợp

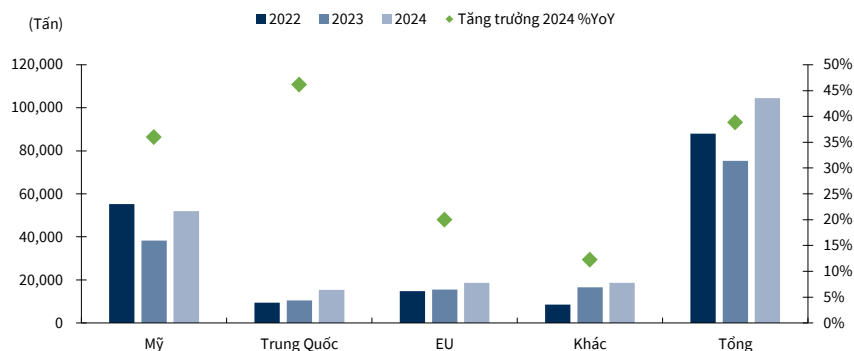
Biểu đồ 3: Tăng trưởng các thị trường trong 2024 (%YoY)



Nguồn: VHC, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 4. Sản lượng bán hàng cá tra của VHC

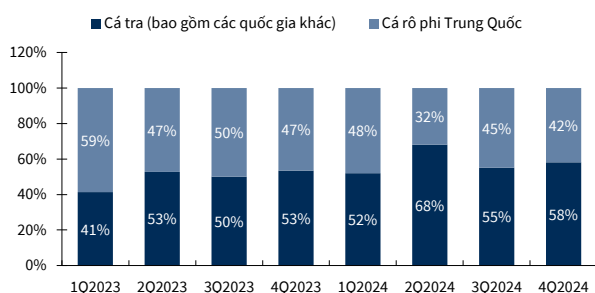
Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng xuất bán cá tra (bao gồm phi lê, cá nguyên con và GTGT) toàn cầu của Vĩnh Hoàn tăng trưởng mạnh 35% YoY, trong khi giá bán trung bình ước giảm 17% do **sức ép giảm lạm phát** từ các nước phát triển (Mỹ và EU), chi phí vận **chuyển container tăng cao** và **tâm lý tiêu dùng không khả quan** tại Trung Quốc kéo dài. Chúng tôi cho rằng VHC có thể sẽ tiếp tục duy trì giá thấp nhằm chiếm thêm thị phần trong 2025.



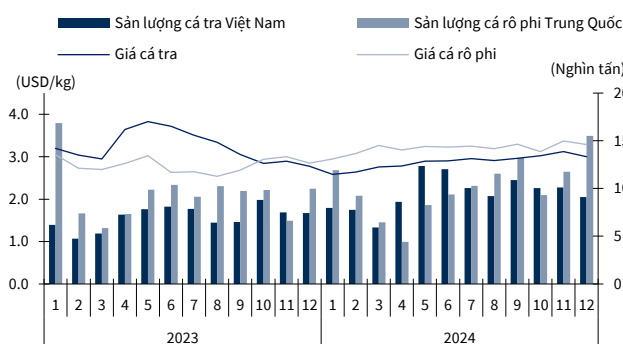
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Cá tra đang hưởng lợi từ diễn biến thuế quan

Chính phủ Mỹ đã áp thêm 10% thuế lên hàng hóa Trung Quốc từ tháng 2/2025, và dự kiến áp thêm 10% nữa trong từ tháng 3/2025, cộng với mức thuế 25% hiện có đối với cá rô phi nhập khẩu từ Trung Quốc, sẽ làm tăng giá bán cá rô phi trên thị trường Mỹ. Điều này giúp cá tra Việt Nam củng cố lợi thế cạnh tranh và duy trì đà tăng trưởng về cả sản lượng và giá trị trong thời gian tới. Thống kê gần đây cho thấy sản lượng nhập khẩu cá tra đã vượt qua cá rô phi tại Mỹ trong 2 năm liên tiếp (Biểu đồ 5), nhờ vào các yếu tố chính như (1) sản lượng cá tra ổn định kết hợp với mức giá cạnh tranh; (2) các quy định môi trường nghiêm ngặt tại Trung Quốc làm giảm nguồn cung cá rô phi nguyên liệu, đồng thời đẩy giá đầu vào tăng cao. Theo số liệu từ NOAA (2024), **giá cá rô phi nhập khẩu từ Trung Quốc đã tăng trung bình 15% trong hai năm qua (Biểu đồ 6)**, trong khi giá cá tra Việt Nam duy trì mức giá thấp từ 4Q2023 đến nay, dao động từ 2.5 đến 3 USD/kg tại thị trường Mỹ (trung bình thấp hơn 11% so với rô phi từ Trung Quốc trong 2024).

Biểu đồ 5. Tỷ lệ nhập khẩu vào Mỹ

Nguồn: NFI, Umer Barry

Biểu đồ 6: Thống kê nhập khẩu tại Mỹ

Nguồn: NOAA

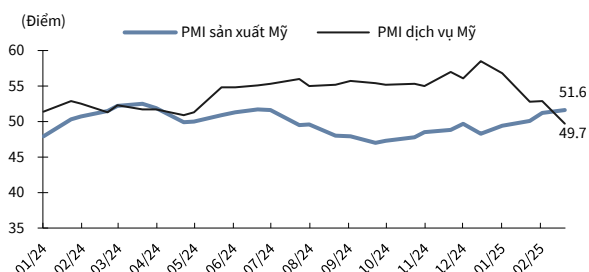
Tâm lý tiêu dùng thận trọng tại các thị trường lớn sẽ làm tăng tiêu thụ các mặt hàng bình dân

Theo báo cáo “Triển vọng Toàn cầu 2025” của Morgan Stanley, tiêu dùng toàn cầu trong năm 2025 được dự báo sẽ diễn ra thận trọng trong bối cảnh kinh tế bất ổn, với tốc độ tăng trưởng chậm hơn so với năm 2024. Các yếu tố như căng thẳng thương mại leo thang và quá trình điều chỉnh nhân lực toàn cầu đang tạo áp lực lên nền kinh tế thế giới.

- **Mỹ:** Tiêu dùng dự kiến tăng trưởng yếu trong năm 2025, dù được hỗ trợ bởi thu nhập thực tế cải thiện (nhờ lạm phát giảm). Tuy nhiên, áp lực từ giá hàng hóa tăng do các chính sách thuế quan mới có thể kìm hãm đà tăng. Chỉ số PMI dịch vụ giảm xuống 49.7 cho thấy dấu hiệu tiêu dùng chậm lại. Điểm sáng đáng chú ý là doanh thu dịch vụ ăn uống tại nhà hàng đạt kỷ lục 98.6 tỷ USD trong tháng 1/2025, tăng 5.4% so với cùng kỳ năm trước (theo Hiệp hội Nhà hàng Mỹ - NRA), dù doanh thu dịch vụ ngoài nhà hàng giảm 1.9% YoY.
- **EU:** Ủy ban Châu Âu (EC) dự báo thị trường lao động sẽ phục hồi nhẹ, với mức tăng việc làm 0.4% và tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống 5.9%. Lạm phát cũng được kỳ vọng giảm từ 3.5% trong năm 2024 xuống 2.4% trong năm 2025. Tiêu dùng tại châu Âu có thể cải thiện nhẹ nhờ Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) hạ lãi suất chính sách xuống 2.9% trong năm 2025 (so với mức 3.15%-4.5% trong năm 2024).
- **Trung Quốc:** Nhu cầu thực phẩm thiết yếu dự kiến duy trì tăng trưởng, nhưng ở mức thấp hơn so với năm 2024 (10%). Theo McKinsey, người tiêu dùng Trung Quốc ngày càng tập trung chi tiêu vào các mặt hàng thiết yếu, đồng thời giảm chi tiêu xa xỉ và tăng tiết kiệm. Chỉ số niềm tin tiêu dùng (CCI) và giao dịch bất động sản vẫn đang ở mức thấp kỷ lục.

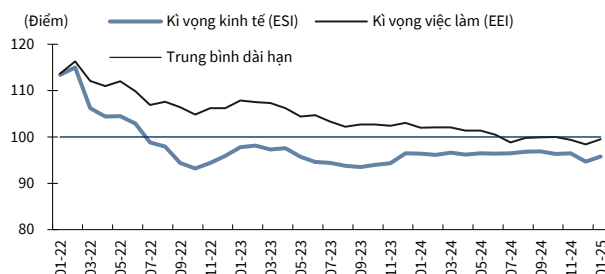
Tóm lại, chúng tôi tin rằng nhu cầu tiêu thụ cá tra sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ tại thị trường Mỹ, ổn định tại EU và kém khả quan ở Trung Quốc. Hơn nữa, giá bán cạnh tranh cùng chất lượng sản phẩm đã được kiểm chứng sẽ cho phép VHC đa dạng hóa và mở rộng sang các thị trường trong khối CPTPP và thị trường Halal. Dự phóng doanh thu cá tra xuất khẩu tại **Mỹ/Trung Quốc/EU/khác** sẽ tăng lần lượt **9%/1%/8%/7%** so với năm 2024.

Biểu đồ 7. Chỉ số PMI tại Mỹ



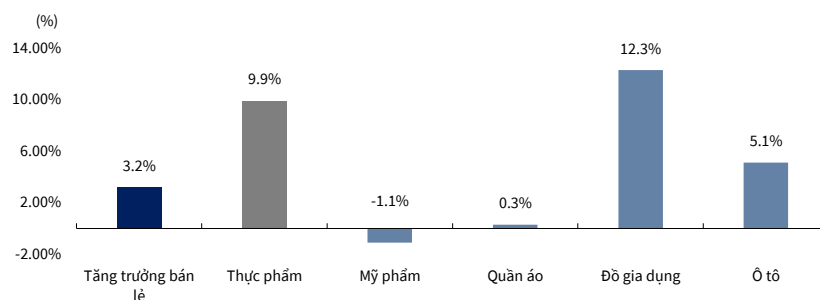
Nguồn: S&P Global

Biểu đồ 8. Khảo sát kinh tế và việc làm tại EU



Nguồn: European Commission

Biểu đồ 9. Tăng trưởng ngành bán lẻ Trung Quốc trong 2024

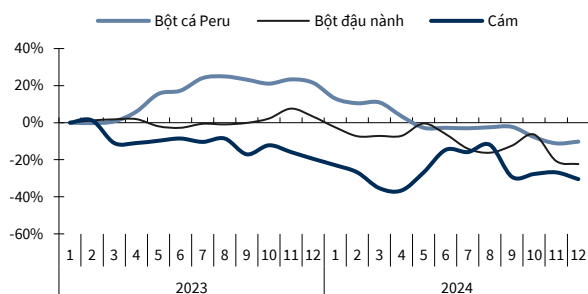


Nguồn: Mckinsey, NBS

Chi phí tiếp tục được cải thiện, hỗ trợ biên lợi nhuận

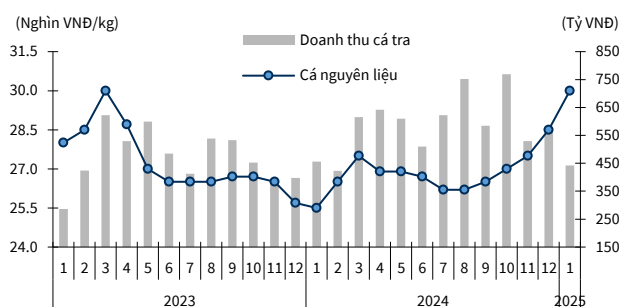
Chúng tôi duy trì quan điểm rằng nguyên liệu dùng cho làm thức ăn chăn nuôi (TACN) sẽ duy trì ở mức thấp và đi ngang so với 2024 nhờ sản lượng cây trồng chính và bột cá tiếp tục đi ngang và ổn định giúp giá bán tiếp tục giữ ở mức thấp trong thời gian gần đây (Theo USDA, Bộ sản xuất Peru). Ở chiều ngược lại, giá cá nguyên liệu đang có dấu hiệu tăng từ mức trung bình 2024 là 27 nghìn/kg lên 31.5 nghìn/kg (+17%) do tình trạng thiếu cá diễn ra trong khi xuất khẩu cải thiện. Chúng tôi dự kiến chi phí cá nguyên liệu của Vĩnh Hoàn sẽ tăng nhẹ trong 1H2025 trước khi giảm xuống do biên lợi nhuận trang trại cao hơn sẽ tạo động lực cho người nuôi gia tăng sản lượng.

Biểu đồ 10. Giá nguyên liệu thức ăn cho cá



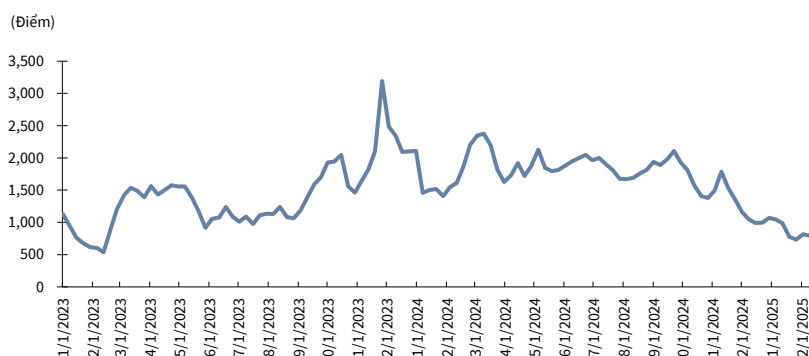
Nguồn: FRED, Investing, Wichart

Biểu đồ 11: Giá bán cá nguyên liệu và doanh thu cá tra



Nguồn: Wichart, VHC

Biểu đồ 12. Chỉ số vận tải biển Baltic



Nguồn: Investing

DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

Bảng 13. Dự phóng KQKD 2025-2026

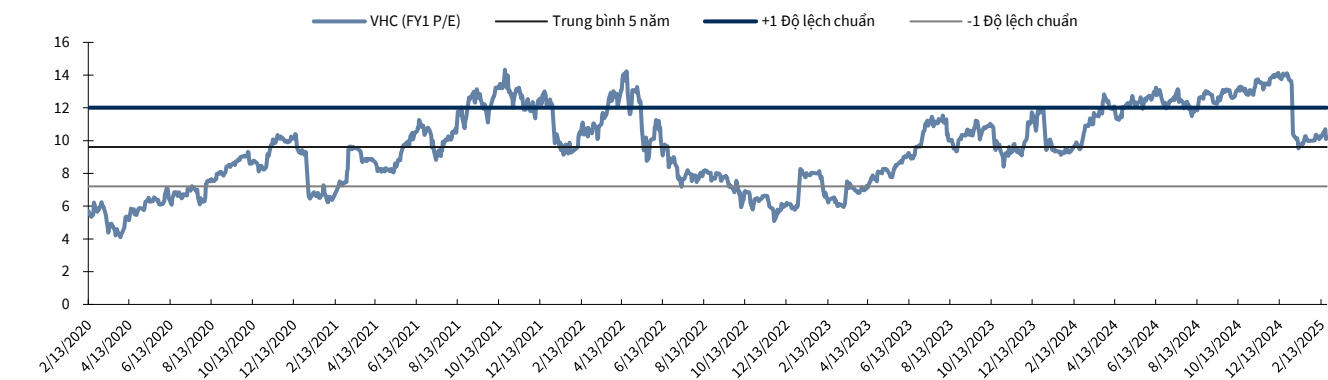
(tỷ VND)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	12,535	13,791	10.0%	14,471	4.9%	
Cá tra	7,094	7,711	8.7%	7,951	3.1%	Dự phóng doanh thu cá tra và GTGT tăng 8.7% trong 2024 nhờ nhu cầu và giá bán trung bình phi lê cải thiện lần lượt 4% và 3.5%
C&G	773	857	10.9%	1,035	20.8%	Màng C&G tiếp tục tăng trưởng sản lượng nhờ công suất dự kiến ra tăng gấp đôi từ 3,500 tấn/năm lên 7,000 tấn/năm trong giai đoạn 2025-2026. Tuy nhiên, chúng tôi kì vọng giá bán giảm nhẹ do nền kinh tế toàn cầu vẫn còn yếu.
Phụ phẩm	1,850	2,115	14.3%	2,181	3.1%	
Sa Giang	701	841	20.0%	967	15.0%	Kì vọng màng bánh phồng và sản phẩm từ gạo duy trì tăng trưởng cao (giảm từ 54% của 2024) sau khi cải tiến bao bì và đẩy mạnh xuất khẩu nhờ kinh nghiệm vốn có của VHC.
Khác (TACN và hoa quả)	2,069	2,266	9.5%	2,337	3.1%	
Lợi nhuận gộp	1,891	2,320	22.7%	2,557	10.2%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>15.1%</i>	<i>16.8%</i>	<i>174bps</i>	<i>17.7%</i>	<i>85bps</i>	Biên lợi nhuận gộp 2025 phục hồi lên mức tương đương giai đoạn cuối 2024
Thu nhập tài chính	428	456	6.6%	458	0.4%	
Chi phí tài chính	222	242	9.1%	251	4.0%	
SG&A	639	691	8.2%	723	4.7%	Chúng tôi kì vọng SG&A/ doanh thu giảm từ 5.1% trong 2024 xuống 5% trong 2025 nhờ doanh thu tăng 9% và Vĩnh Hoàn giảm chi phí pháp lý sau khi được gỡ điều tra chống bán phá giá
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>5.1%</i>	<i>5.0%</i>	<i>-8bps</i>	<i>5.0%</i>	<i>-1bps</i>	
Lợi nhuận trước thuế	1,497	1,875	25.3%	2,074	10.6%	
<i>Biên LNTT</i>	<i>11.9%</i>	<i>13.6%</i>	<i>166bps</i>	<i>14.3%</i>	<i>74bps</i>	Lợi nhuận tăng mạnh 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
Lợi nhuận sau thuế	1,311	1,631	24.5%	1,805	10.6%	
LN sau thuế công ty mẹ	1,234	1,550	25.6%	1,714	10.6%	
<i>Biên LNST</i>	<i>9.8%</i>	<i>11.2%</i>	<i>140bps</i>	<i>11.8%</i>	<i>61bps</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tính toán

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
82,800 VND

Do tính chu kì trong xuất khẩu cá tra, chúng tôi định giá cổ phiếu VHC bằng phương pháp PE với mục tiêu là 12 lần (tương đương với mức +1 độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm quá khứ) do cải thiện tính ổn định so với giai đoạn trước sau khi Vĩnh Hoàn được dỡ bỏ quy định điều tra về chống bán phá giá tại Mỹ. Giá trị hợp lý cho năm 2025 là **82,800 VND**, cao hơn 16% so với giá đóng cửa ngày 26/02/2024, vì vậy chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ **TRUNG LẬP** sang **MUA**.

Biểu đồ 14. Diễn biến P/E Forward của VHC giai đoạn 2019-2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

VHC – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2023A-2026

Báo cáo Kết quả HKKD

(Tỷ VNĐ)

(Báo cáo chuẩn)

	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	10,033	12,535	13,791	14,471
Giá vốn hàng bán	8,540	10,644	11,471	11,914
Lãi gộp	1,493	1,891	2,320	2,557
Thu nhập tài chính	377	428	456	458
Chi phí tài chính	229	222	242	251
Trong đó: Chi phí lãi vay	133	73	79	81
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	1	2	0	0
Chi phí bán hàng	216	293	321	337
Chi phí quản lý doanh nghiệp	308	346	369	386
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,118	1,461	1,844	2,041
Thu nhập khác	50	67	58	63
Chi phí khác	23	32	27	30
Thu nhập khác, ròng	23	32	27	30
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	1	2	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,145	1,497	1,875	2,074
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	169	190	244	270
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	974	1,311	1,631	1,805
Lợi ích của cổ đông thiểu số	55	77	82	90
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	919	1,234	1,550	1,714

Chỉ số hoạt động

	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.9%	15.1%	16.8%	17.7%
Tỷ suất EBITDA	13.7%	13.6%	15.5%	16.4%
Tỷ suất EBIT	9.7%	10.0%	11.8%	12.7%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	11.4%	11.9%	13.6%	14.3%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	11.1%	11.7%	13.4%	14.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.2%	9.8%	11.2%	11.8%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(VNĐ)

	2023	2024	2025F	2026F
Lãi trước thuế	1,145	1,497	1,875	2,074
Khấu hao TSCĐ	402	456	502	546
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-165	-154	-456	-458
Chi phí lãi vay	133	73	79	81
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,516	1,872	1,999	2,242
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	719	-560	125	-103
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-856	1,027	-685	-139
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-352	262	31	61
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	19	13	13	7
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-499	-502	-478	-522
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	547	2,113	1,006	1,547
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-677	-705	-598	-566
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	4	11	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-3,552	-4,171	-250	-578
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	3,291	3,877	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	140	126	456	458
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-793	-863	-391	-685
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	57	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	11,256	10,802	2,454	2,549
Tiến trả các khoản đi vay	-11,385	-10,815	-2,277	-2,454
Cổ tức đã trả	0	-900	-449	-449
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-73	-912	-272	-354
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-319	338	342	508
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	553	233	570	912
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	234	571	912	1,420

Nguồn: VHC, KBSV

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)

(Báo cáo chuẩn)

	2023	2024	2025F	2026F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	11,727	12,070	13,354	14,736
Tài sản ngắn hạn	7,888	8,241	9,394	10,722
Tiền và tương đương tiền	233	570	912	1,420
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,069	2,340	2,591	3,169
Các khoản phải thu	1,823	2,419	2,295	2,397
Hàng tồn kho, ròng	3,763	2,911	3,597	3,736
Tài sản dài hạn	3,839	3,829	3,960	4,015
Phải thu dài hạn	3	3	3	3
Tài sản cố định	3,383	3,415	3,485	3,512
Tài sản dở dang dài hạn	160	115	176	205
Đầu tư dài hạn	67	70	70	70
Lợi thế thương mại	225	225	225	225
NỢ PHẢI TRẢ	3,351	3,247	3,468	3,631
Nợ ngắn hạn	3,233	3,193	3,415	3,578
Phải trả người bán	309	272	313	325
Người mua trả tiền trước	16	36	36	36
Vay ngắn hạn	2,157	2,277	2,454	2,549
Nợ dài hạn	119	54	54	54
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	8	19	19	19
Quỹ đầu tư phát triển	0	29	29	29
Vay dài hạn	102	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,591	9,002	10,029	11,214
Vốn góp	1,870	2,245	2,244	2,244
Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
Lãi chưa phân phối	6,213	6,175	7,121	8,215
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	244	319	400	490

Chỉ số chính

(x, %, VNĐ)

Chỉ số định giá				
P/E	17.4	13.0	10.3	9.3
P/E pha loãng	17.4	13.0	10.3	9.3
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5
P/S	1.6	1.3	1.2	1.1
P/Tangible Book	2.1	2.0	1.8	1.6
P/Cash Flow	-50.3	47.4	46.8	31.6
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	11.7	9.3	7.5	6.7
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	16.5	12.7	9.8	8.7
Hiệu quả quản lý				
ROE%	12%	14%	17%	17%
ROA%	8%	10%	12%	12%
ROIC%	19%	8%	9%	11%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.2	0.3	0.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	0.9	1.0	1.3
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.4	2.6	2.8	3.0
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.4	0.4	0.3	0.3
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6	6	7	7
Hệ số quay vòng HTK	2	4	3	3
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	28	39	37	37

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 & Vật liệu**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@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, Ba Đình, Hà Nội

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, 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, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

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

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@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 tuyệt đối 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 kỳ vọng tăng giá tuyệt đối 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.