

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn

Triển vọng tại Mỹ tươi sáng hơn dự kiến

15/09/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

Lợi nhuận tăng 62% nhờ chi phí nuôi cá thấp và hoàn nhập dự phòng

Doanh thu của VHC đi ngang so với cùng kỳ, đạt 3,044 tỷ VNĐ nhưng lợi nhuận lại tăng 62% YoY, đạt 515 tỷ VNĐ chủ yếu đến từ việc biên lợi nhuận mảng cá tra cải thiện do chi phí thức ăn chăn nuôi (TACN) thấp và hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho. Doanh thu các mảng khác như Collagen & Gelatin và Sa Giang tăng trưởng chậm lại do nhu cầu yếu hơn từ các thị trường xuất khẩu chủ lực

Nhu cầu cá tra ổn định ở các thị trường chính, sụt giảm tại Trung Quốc

Thị trường Mỹ và EU tiếp tục là cho thấy sự ổn định với sản lượng tăng lần lượt trong 18%/16% YoY trong quý 2-2025. Ngược lại, như dự kiến, thị trường Trung Quốc tiếp tục chứng kiến sự sụt giảm -36%YoY về sản lượng và -27% về giá trị. Giá bán chung của VHC giảm gần 1% YoY do tác động của thuế quan và doanh nghiệp chủ động giảm giá để thúc đẩy sản lượng

Triển vọng bất định, nhưng vẫn có tín hiệu tích cực

Chúng tôi dự phóng sản lượng cá tra xuất khẩu của doanh nghiệp hạ nhiệt lần lượt giảm 3% YoY trong 2025 nhưng phục hồi 3% trong 2026. Biên lợi nhuận cao hơn giúp LNST của công ty mẹ tăng trưởng lần lượt 9%/9% trong 2025/26. Sản lượng bán hàng tại Mỹ và EU tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, tăng trưởng lần lượt đạt 3%/5% trong 2026 với giá bán kỳ vọng phục hồi sau mức thấp trong 2025

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 64,800 VND/cổ phiếu

Chúng tôi xác định giá hợp lý cho cổ phiếu VHC trong 1 năm tới là 64,800 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 0%. Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu VHC.

TRUNG LẬP Duy trì

Giá mục tiêu	VND64,800
Tăng/giảm (%)	-2%
Giá hiện tại (15/09/2025)	VND 64,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 59,850
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	13.4/0.51

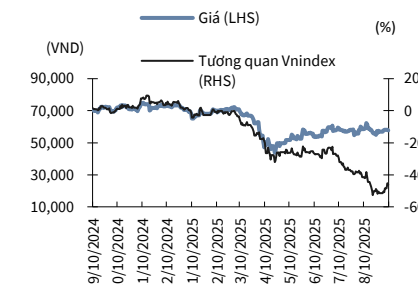
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	192.9/7.7
Sở hữu nước ngoài (%)	28.5%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (42.3%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.4	6.9	-18.5	-17.7
Tương đối	-4.2	-17.5	-41.4	-46.3

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	10,033	12,513	12,254	13,277
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,118	1,450	1,606	1,794
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VNĐ)	919	1,226	1,338	1,465
EPS (VNĐ)	4,914	5,463	5,961	6,524
Tăng trưởng EPS (%)	-54	11	9	9
P/E (x)	17.6	10.9	10.0	9.2
P/B (x)	1.9	6.9	6.0	5.3
ROE (%)	11	14	14	14
Tỷ suất cổ tức (%)	0	6.7	-	-

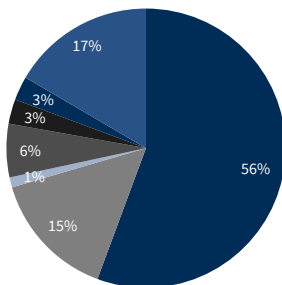
Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc 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)



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 dầu 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

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Kì vọng chuyển mức thuế 20% sang cho người tiêu dùng tại Mỹ trong dài hạn, nhưng cạnh tranh trong ngắn hạn khiến doanh nghiệp phải giảm giá bán

Chi phí nuôi cá dự kiến thấp, hỗ trợ biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức ổn định quanh 15%-16%

Các mảng kinh doanh còn lại tăng trưởng chậm lại do nhu cầu yếu trên toàn cầu

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	12,254	13,277	-1%	3%	12,800	13,708	-4%	-3%
EBIT	1,350	1,570	4%	6%	1,387	1,704	-3%	-8%
LNST công ty mẹ	1,338	1,465	9%	7%	1,314	1,606	2%	-9%

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

Kịch bản tích cực	68,200 VND (Chiếm thị phần tốt, nhu cầu mạnh)	Kịch bản cơ sở: 1) Sản lượng 2025/26 tăng 0%/3% 2) Giá bán 2025/26 đạt 2.8/2.86 USD/kg 3) Biên EBIT 2025/26 đạt 11%/11.8%
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	64,800 VND	Kịch bản tích cực: 1) Sản lượng 2025/26 tăng 1%/4% 2) Giá bán 2025/26 đạt 2.84/2.9 USD/kg 3) Biên EBIT 2025/26 đạt 11.4%/12.4%
Giá hiện tại	64,300 VND	Kịch bản tiêu cực: 1) Sản lượng 2025/26 giảm -2%/0% 2) Giá bán 2025/26 đạt 2.76/2.82 USD/kg 3) Biên EBIT 2025/26 đạt 10.4%/11%
Kịch bản tiêu cực	60,200 VND (Nhu cầu yếu, cạnh tranh gay gắt)	

Hoạt động kinh doanh

Lợi nhuận sau thuế tăng 62% so với cùng kỳ nhờ biên lợi nhuận cao hơn và hoàn nhập dự phòng

Sản lượng xuất khẩu ước tính tăng 12% trong 2Q2025 nhờ các nhà nhập khẩu tăng thu mua nhằm tránh thuế quan cao tại Mỹ. Bù lại, giá bán có phần giảm nhẹ khiến doanh thu cá tra không tăng trưởng nhiều. Các mảng kinh doanh khác cũng hạ nhiệt, cho thấy nhu cầu chậm lại do các bất ổn gần đây trên toàn cầu. Trong nửa đầu năm, tỉ giá USD/VND đã tăng khoảng quanh mức 3.5%, hỗ trợ doanh thu xuất khẩu của VHC.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2Q2024	2Q2025	+/-%YoY	1H2024	1H2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	3,196	3,192	0%	5,343	5,188	-3%	
Cá fillet	1,724	1,785	4%	3,187	3,139	-2%	Doanh thu trong kỳ đi ngang chủ yếu đến từ thị trường Mỹ/Châu Âu ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt 10%/8%. Ngược lại, áp lực thuế quan và nhu cầu yếu khiến doanh thu từ Trung Quốc và thị trường khác giảm lần lượt -38%/-7% YoY
Phụ phẩm	449	449	0%	897	894	0%	
Hàng GTGT	38	36	-5%	70	63	-10%	
Collagen & Gelatin	219	236	8%	457	399	-13%	
Bánh phồng và sản phẩm từ gạo	189	186	-2%	348	350	1%	
Khác	633	501	-21%	1,103	992	-10%	Nhu cầu yếu trước những bất ổn trên toàn cầu, khiến tăng trưởng doanh thu ghi nhận ở mức thấp, so với kì vọng ở mức cao hai chữ số
Lợi nhuận gộp	469	633	35%	735	971	32%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>15%</i>	<i>20%</i>	<i>517bps</i>	<i>14%</i>	<i>19%</i>	<i>495bps</i>	Biên gộp cải thiện mạnh mẽ do chi phí đầu vào của thức ăn chăn nuôi ghi nhận ở mức thấp, đồng thời hoàn nhập dự phòng
Thu nhập tài chính	117	112	-4%	224	202	-10%	
Chi phí tài chính	57	5	-92%	91	62	-32%	
SG&A	144	144	0%	276	267	-3%	
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>	<i>1bps</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>-2bps</i>	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	386	599	55%	593	846	43%	
Lợi nhuận trước thuế	398	610	53%	614	864	41%	Chủ yếu nhờ chi phí cá nguyên liệu thấp hơn do chi phí sản xuất thức ăn chăn nuôi thấp
Lợi nhuận sau thuế	340	539	59%	529	751	42%	
LNST công ty mẹ	318	515	62%	488	708	45%	
<i>Biên LNST</i>	<i>10.0%</i>	<i>16.1%</i>	<i>617bps</i>	<i>9%</i>	<i>14%</i>	<i>452bps</i>	

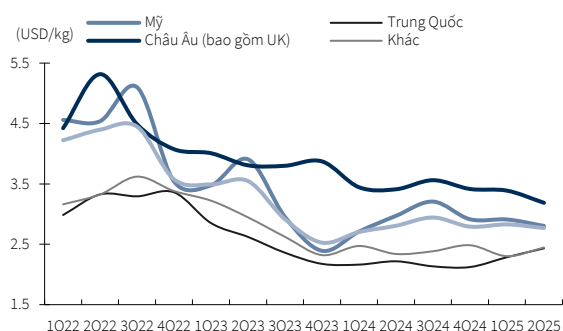
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 2. Ước tính sản lượng bán hàng tại các thị trường

Tấn	2Q2024	2Q2025	+/-%YoY	1H2024	1H2025	+/-%YoY	Chú thích
Mỹ	13,954	16,508	18%	24,445	25,051	2%	Chủ yếu nhờ các doanh nghiệp tăng nhập trước thuế quan.
Châu Âu (bao gồm UK)	3,452	3,998	16%	7,274	8,251	13%	Cải thiện 2 chữ số nhờ hạn mức đánh bắt cá hoang giã tiếp tục giảm tại các nước Châu Âu thúc đẩy nhu cầu thay thế cho mặt hàng cá thịt trắng
Trung Quốc	3,357	2,163	-36%	6,949	4,680	-33%	Nền kinh tế suy yếu và VHC đánh mất thị phần vào các doanh nghiệp khác
Khác	4,522	4,558	1%	8,711	7,799	-10%	
Tổng cộng	25,285	27,228	8%	47,379	45,781	-3%	

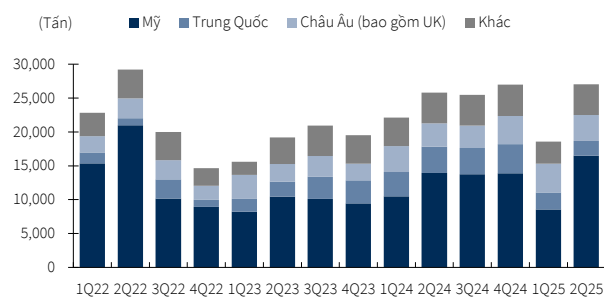
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

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



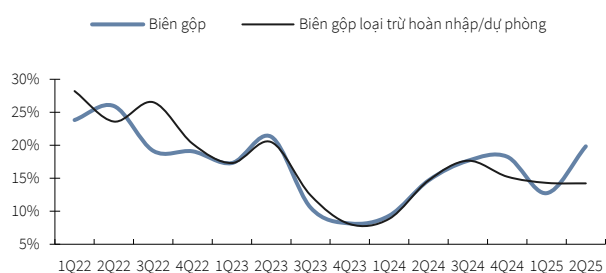
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

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



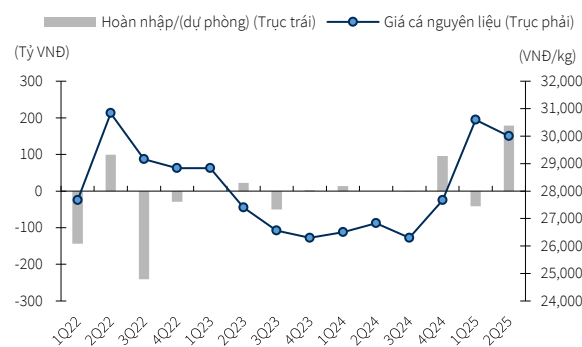
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 5. Hoàn nhập dự phòng giúp biên gộp của VHC tăng mạnh trong 2Q25



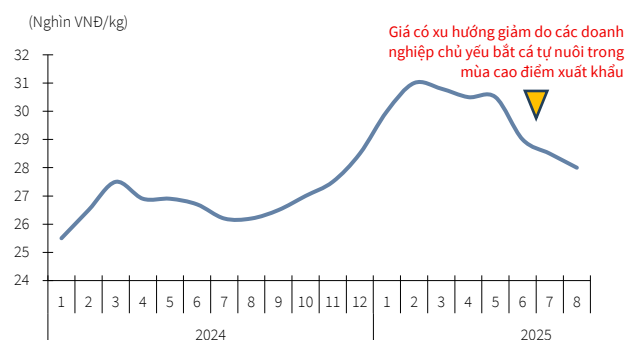
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 6. Tương quan giá cá mua ngoài và khoản hoàn nhập/ (dự phòng) hàng quý của doanh nghiệp



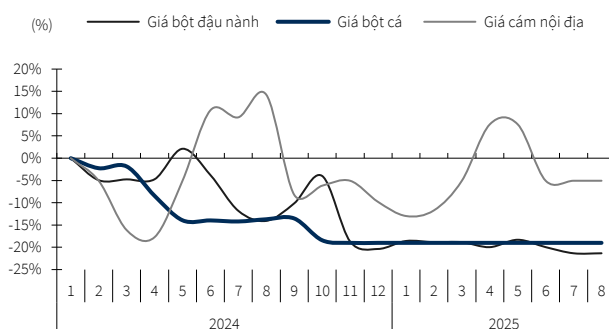
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 7. Giá cá nguyên liệu mua ngoài có xu thế giảm, có thể khiến VHC trích lập thêm dự phòng trong vài quý tới



Nguồn: Wichart

Biểu đồ 8. Giá đầu vào thức ăn chăn nuôi so với 2024 ở mức thấp



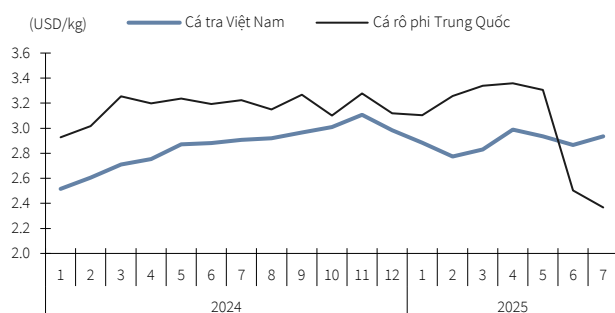
Nguồn: Wichart, Bloomberg

Triển vọng các thị trường khó lường, nhưng vẫn có tín hiệu tích cực

Với mức thuế quan 20%, chúng tôi kì vọng doanh số của VHC tại Mỹ chỉ giảm nhẹ -3% YoY trong 2025 và phục hồi 5% trong 2026. Điều này đến từ việc đối thủ cạnh tranh lớn nhất là cá rô phi Trung Quốc dự kiến chịu mức thuế bổ sung 30% trong từ 2025 (chưa bao gồm mức thuế bổ sung 24% đang được tạm hoãn). Chúng tôi kì vọng doanh nghiệp sẽ tận dụng tốt cơ hội để tăng thị phần trong 2026 tại thị trường Mỹ. Ngược lại, cạnh tranh sẽ trở nên khốc liệt hơn giữa các doanh nghiệp cá tra Việt Nam khi có thêm 6 doanh nghiệp được hưởng thuế xuất 0% tại Mỹ bao gồm: TS Cần Thơ, TS Đại Thành, Hải sản Đông Á, Hùng Cá 6, Nam Việt, và Thủy sản NTSF. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ khiến giá bán trung bình của doanh nghiệp tại Mỹ khó cải thiện mạnh mẽ.

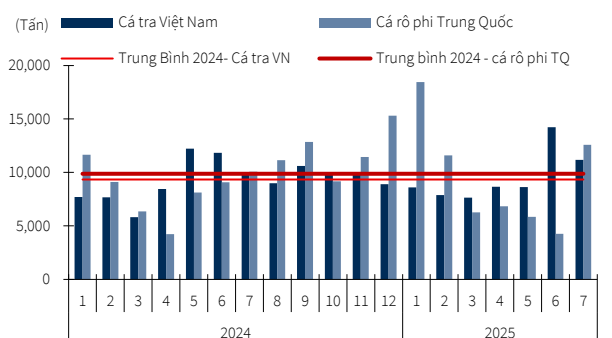
Tại thị trường EU, chúng tôi kì vọng sản lượng xuất khẩu cá tra của VHC tiếp tục tăng lần lượt 10%/5% trong 2H-2025/2026 nhờ nguồn cung cá thịt trắng hạn chế do như hạn mức đánh bắt tại biển Barent dự kiến giảm 25% trong 2025.

Biểu đồ 9. Giá trung bình của phi lê nhập khẩu (chưa bao gồm thuế quan) vào Mỹ của 2 mặt hàng diễn biến trái chiều



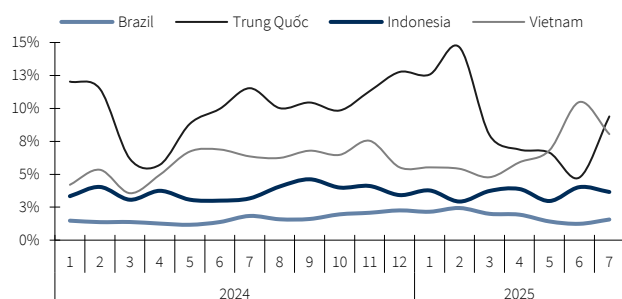
Nguồn: ITC

Biểu đồ 10. Sản lượng phi lê cá nhập khẩu vào Mỹ của 2 loại cá tăng mạnh trong 2 tháng cuối trước hạn trott thuế quan



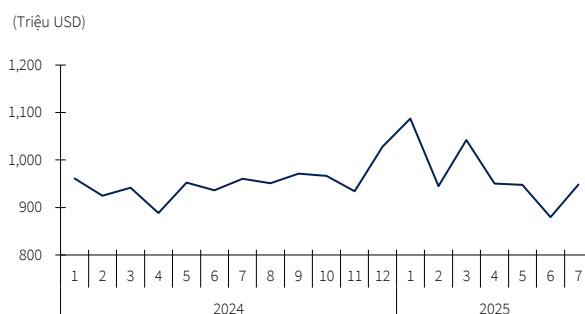
Nguồn: ITC

Biểu đồ 11. Thị phần nhập khẩu cá tại Mỹ theo quốc gia - Hs code 0302 đến 0304 (bao gồm nhiều loại cá và mặt hàng)



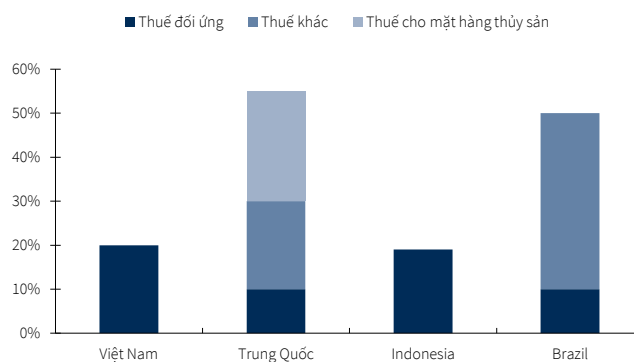
Nguồn: ITC

Biểu đồ 12. Giá trị nhập khẩu cá phi lê tại Mỹ - Hs code 0302 đến 0304



Nguồn: ITC

Biểu đồ 13. Ước tính thuế nhập khẩu sơ bộ với các đối thủ chính cho thấy lợi thế cạnh tranh của cá tra Việt Nam được củng cố



Nguồn: KBSV tổng hợp

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 14. Dự phóng KQKD 2025-2026

(tỷ VND)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	12,513	12,254	-2%	13,277	8%	
Phi lê cá tra và GTGT	7,094	6,926	-2%	7,452	8%	Sản lượng và giá bán dự báo như bảng 15 và 16 dưới đây
C&G	773	824	7%	1,012	23%	Kì vọng sản lượng C&G trong 2025/26 tăng 10%/15% YoY nhờ mở rộng dây chuyền. Giá bán thấp hơn 2024 do nhu cầu yếu
Phụ phẩm	1,850	1,812	-2%	1,838	1%	Nhu cầu yếu hơn dự kiến trong 2025 nhưng phục hồi từ 2026
Sa Giang	701	747	7%	784	5%	Dự kiến tăng trưởng chậm lại do nhu cầu yếu hơn dự kiến
Khác (TACN và hoa quả)	2,069	1,941	-6%	2,192	13%	Tăng trưởng dự kiến giảm tốc do nhu cầu yếu hơn trên toàn cầu
Lợi nhuận gộp	1,895	1,933	2%	2,204	14%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>15.1%</i>	<i>15.8%</i>	<i>63bps</i>	<i>16.6%</i>	<i>83bps</i>	Chúng tôi kì vọng biên gộp cải thiện từ 2026 do giá bán tăng trở lại từ sau khi giảm nhẹ trong 2025
Thu nhập tài chính	423	409	-3%	414	1%	
Chi phí tài chính	217	153	-29%	190	24%	
SG&A	654	585	-11%	634	8%	Chúng tôi kì vọng SG&A/ doanh thu giảm từ 5.1% trong 2024 xuống 5% trong 2025 nhờ tiết giảm chi phí pháp lý và vận chuyển
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>5.2%</i>	<i>4.8%</i>	<i>-46bps</i>	<i>4.8%</i>	<i>0bps</i>	
Lợi nhuận trước thuế	1,485	1,615	9%	1,775	10%	
<i>Biên LNTT</i>	<i>11.9%</i>	<i>13.2%</i>	<i>132bps</i>	<i>13.4%</i>	<i>19bps</i>	Lợi nhuận tăng chủ yếu nhờ chi phí nuôi cá dự kiến giảm giúp biên lợi nhuận trang trại cao hơn
Lợi nhuận sau thuế	1,303	1,413	8%	1,548	10%	
LN sau thuế công ty mẹ	1,226	1,338	9%	1,465	9%	
<i>Biên LNST</i>	<i>9.8%</i>	<i>10.9%</i>	<i>112bps</i>	<i>11.0%</i>	<i>11bps</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 15. Dự phóng sản lượng bán hàng của VHC

Tấn	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Mỹ	52,112	51,888	0%	53,445	3%	Mức thuế quan tốt giúp nhu cầu ổn định trong 2025/2026
Châu Âu (bao gồm UK)	14,743	16,467	12%	17,291	5%	Tích cực do hạn mức đánh bắt tại Biển Barent giảm 25% YoY trong 2025
Trung Quốc	15,073	10,366	-31%	9,952	-4%	Giảm 30% do cạnh tranh gay gắt với cá rô phi nội địa
Khác	17,930	17,712	-1%	18,533	5%	VHC đa dạng hóa sang các thị trường khác như Brazil, Mexico và Halal với nhu cầu phục hồi từ 2026
Tổng cộng	99,859	96,434	-3%	99,220	3%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 16. Dự phóng giá bán của VHC

Tấn	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Mỹ	3.0	2.9	-3%	2.9	2%	Giá bán dự kiến ở mức thấp trong 2025, trước khi phục hồi nhẹ trong 2026 dù động lực không nhiều
Châu Âu (bao gồm UK)	3.5	3.3	-3%	3.4	2%	
Trung Quốc	2.1	2.2	2%	2.2	2%	
Khác	2.4	2.4	0%	2.5	2%	
Tổng cộng	2.8	2.8	0%	2.9	2%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 64,800 VND

Chúng tôi kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp P/E

(1) Phương pháp FCFF với định giá mỗi cổ phần là 69,500/cổ phiếu, dựa trên bảng định giá dưới đây

(2) Phương pháp P/E với mục tiêu là 10 lần và EPS 1 năm tới là 6,000

VND/cổ phiếu, định giá mỗi cổ phần là 60,000/cổ phần, dựa trên

Với tỉ trọng 2 phương pháp là 50/50, định giá hợp lý là 64,800 VNĐ/ cổ phần, cao hơn 0% so với thị giá.

Biểu đồ 17. Mô hình chiết khấu dòng tiền FCFF

FCFF	2H-2025	2026	2027	2028	2029	2030
LNST của công ty mẹ	631	1,465	1,497	1,523	1,555	1,599
Khiên thuế	23	49	51	52	54	56
Khấu hao và lợi thế thương mại	275	570	604	616	642	518
Vốn lưu động	105	(476)	(202)	(216)	(299)	(317)
Đầu tư tài sản dài hạn	(738)	(700)	(300)	(300)	(300)	(300)
FCFF	295	908	1,650	1,675	1,652	1,556

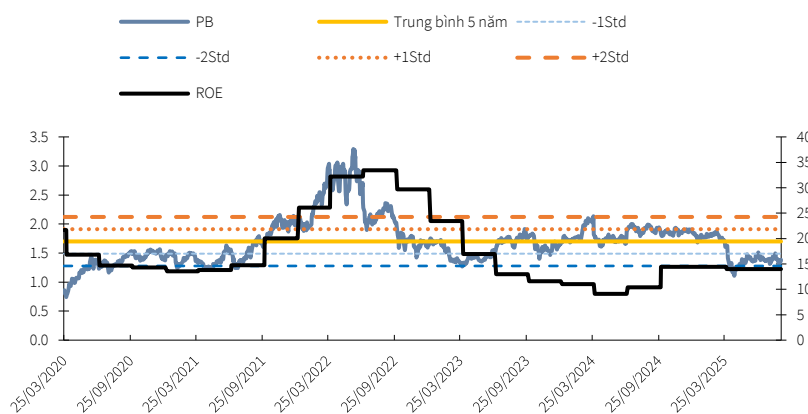
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 18. Tổng hợp giả định và định giá theo phương pháp FCFF

Giả định chính	Giá trị	Chỉ tiêu	Giá trị
Beta	1.2	Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 2025-2029 (Tỷ VNĐ)	5,781
Lãi suất phi rủi ro	5%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	8,795
Phần bù rủi ro	8%	Tổng giá trị hiện tại (Tỷ VNĐ)	14,576
Chi phí vốn chủ	14%	Tiền mặt ròng (Tỷ VNĐ)	1,349
Chi phí lãi vay	3%	Cổ đông không kiểm soát (Tỷ VNĐ)	318
Tăng trưởng dài hạn	2%	Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)	15,607
WACC	13%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	225
		Giá trị VCSH/ cổ phiếu (VNĐ)	69,503

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 19. Định giá PB và tương qua lợi nhuận trên vốn chủ (ROE) của VHC



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

VHC – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2026

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VND) (Báo cáo chuẩn)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND) (Báo cáo chuẩn)				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	10,033	12,513	12,254	13,277	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	11,727	12,060	13,357	15,015
Giá vốn hàng bán	8,540	10,618	10,321	11,073	Tài sản ngắn hạn	7,888	8,238	9,184	10,677
Lãi gộp	1,493	1,895	1,933	2,204	Tiền và tương đương tiền	233	570	1,147	1,570
Thu nhập tài chính	377	423	409	414	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,069	2,340	2,750	3,431
Chi phí tài chính	229	217	153	190	Các khoản phải thu	1,823	2,413	2,063	2,217
Trong đó: Chi phí lãi vay	133	73	59	57	Hàng tồn kho, ròng	3,763	2,915	3,224	3,459
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	1	2	2	0	Tài sản dài hạn	3,839	3,821	4,173	4,338
Chi phí bán hàng	216	297	256	289	Phải trả dài hạn	3	2	2	2
Chi phí quản lý doanh nghiệp	308	358	328	345	Tài sản cố định	3,383	3,415	3,609	3,766
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,118	1,450	1,606	1,794	Tài sản dở dang dài hạn	160	109	267	275
Thu nhập khác	23	31	20	20	Đầu tư dài hạn	67	69	69	69
Chi phí khác	27	35	38	39	Lợi thế thương mại	225	225	225	225
Thu nhập khác, ròng	27	35	38	39	NỢ PHẢI TRẢ	3,351	3,240	3,223	3,444
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	1	2	2	0	Nợ ngắn hạn	3,233	3,184	3,167	3,388
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,145	1,485	1,615	1,775	Phải trả người bán	309	278	339	364
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	171	182	202	227	Người mua trả tiền trước	16	37	37	37
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	974	1,303	1,413	1,548	Vay ngắn hạn	2,157	2,277	2,214	2,375
Lợi ích của cổ đông thiểu số	55	76	74	83	Nợ dài hạn	119	56	56	56
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	919	1,226	1,338	1,465	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	8	19	19	19
					Quỹ đầu tư phát triển	0	31	31	31
Chỉ số hoạt động					Vay dài hạn	102	0	0	0
	2024	2024	2025F	2026F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,591	8,994	10,273	11,675
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.9%	15.1%	15.8%	16.6%	Vốn góp	1,870	2,245	2,245	2,245
Tỷ suất EBITDA	13.7%	13.6%	15.2%	16.1%	Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
Tỷ suất EBIT	9.7%	9.9%	11.0%	11.8%	Lãi chưa phân phối	6,214	6,167	7,372	8,690
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	11.4%	11.9%	13.2%	13.4%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	11.1%	11.6%	13.1%	13.5%	Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.2%	9.8%	10.9%	11.0%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	244	318	392	476

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VND)				
	2024	2024	2025F	2026F
Lãi trước thuế	1,145	1,485	1,615	1,775
Khấu hao TSCĐ	402	456	513	570
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-165	-150	-409	-414
Chi phí lãi vay	133	73	59	57
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,516	1,865	1,778	1,988
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	719	-535	350	-155
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-856	1,026	-309	-235
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-352	212	52	49
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	19	9	-5	12
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-499	-504	-396	-431
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	547	2,073	1,470	1,228
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-677	-678	-830	-700
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	4	2	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-3,552	-4,171	-410	-680
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	115	409	414
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-793	-855	-831	-966
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	10,620	2,214	2,375
Tiền trả các khoản đi vay	-11,385	-10,602	-2,277	-2,214
Cổ tức đã trả	0	-898	0	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-73	-880	-64	161
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-319	338	575	423
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	553	233	570	1,147
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	233	570	1,147	1,570

Chỉ số chính (x, %, VND)				
Chỉ số định giá				
P/E	15.7	11.8	10.8	9.9
P/E pha loãng	15.7	11.8	10.8	9.9
P/B	1.7	1.7	1.5	1.3
P/S	1.4	1.2	1.2	1.1
P/Tangible Book	1.9	1.8	1.6	1.4
P/Cash Flow	-45.3	42.7	25.1	34.1
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.2	9.8	12.4	10.6
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	17.2	13.4	12.4	10.6
Hiệu quả quản lý				
ROE%	12%	14%	14%	14%
ROA%	8%	10%	10%	10%
ROIC%	19%	8%	9%	9%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.2	0.4	0.5
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	0.9	1.2	1.5
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.4	2.6	2.9	3.2
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	38	30	30

Nguồn: VHC, KBSV

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.