

# 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](mailto: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 thúc đẩy sản lượng

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

Chúng tôi dự phóng doanh thu và sản lượng cá tra của doanh nghiệp hạ nhiệt lần lượt giảm -2.1%/-3% YoY. 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 VNĐ/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

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND64,800</b>
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%)

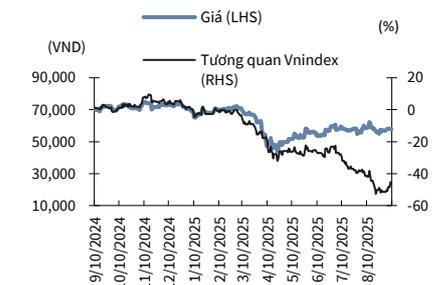
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	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

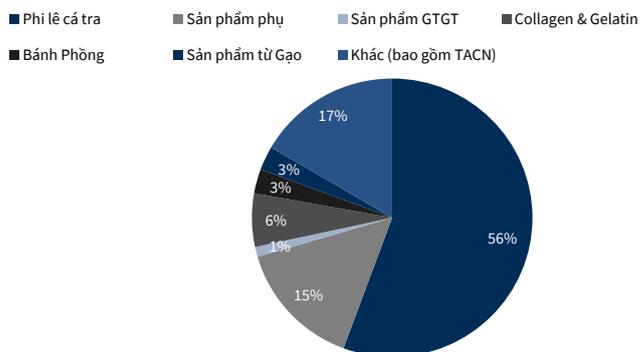
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	10,033	12,513	12,254	13,277
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,118	1,450	1,606	1,794
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	919	1,226	1,338	1,465
EPS (VNĐ)	4,914	5,463	5,961	6,524
Tăng trưởng EPS (%)	-54	11	9	9
P/E (x)	17.6	10.9	10.0	9.2
P/B (x)	1.9	6.9	6.0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

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cơ cấu doanh thu 2024



## Hoạt động kinh doanh

Vĩnh 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), Vĩnh 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 mành 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

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

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

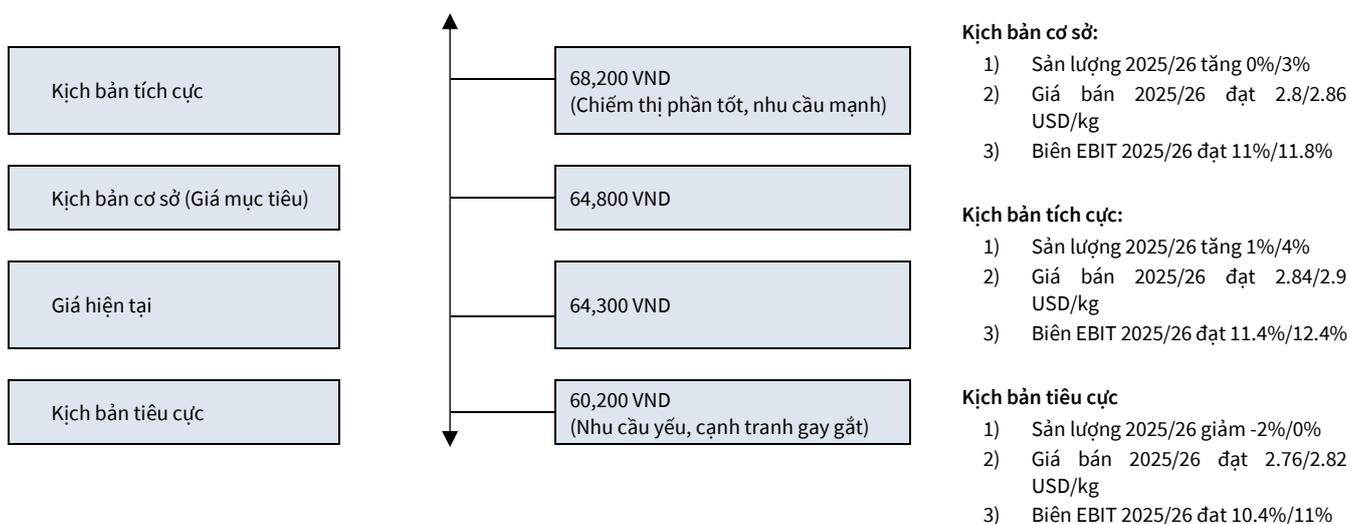
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(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	12,254	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



## 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
<b>Doanh thu</b>	<b>3,196</b>	<b>3,192</b>	<b>0%</b>	<b>5,343</b>	<b>5,188</b>	<b>-3%</b>	
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%	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
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%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>469</b>	<b>633</b>	<b>35%</b>	<b>735</b>	<b>971</b>	<b>32%</b>	
<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&amp;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%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>398</b>	<b>610</b>	<b>53%</b>	<b>614</b>	<b>864</b>	<b>41%</b>	Chủ yếu nhờ chi phí cá nguyên liệu thấp hơn do chi phí sản xuất thức ăn chăn nuôi thấp
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>340</b>	<b>539</b>	<b>59%</b>	<b>529</b>	<b>751</b>	<b>42%</b>	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>318</b>	<b>515</b>	<b>62%</b>	<b>488</b>	<b>708</b>	<b>45%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>10.0%</i>	<i>16.1%</i>	<i>617bps</i>	<i>9%</i>	<i>14%</i>	<i>452bps</i>	

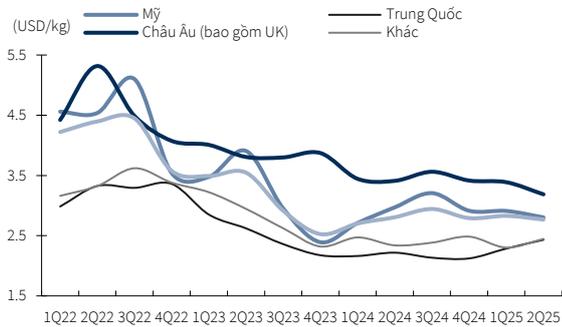
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**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 dã tiếp tục giảm tại các nước Châu Âu thúc đẩy nhu cầu thay thế cho mặt hàng cá thị 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%	
<b>Tổng cộng</b>	<b>25,285</b>	<b>27,228</b>	<b>8%</b>	<b>47,379</b>	<b>45,781</b>	<b>-3%</b>	

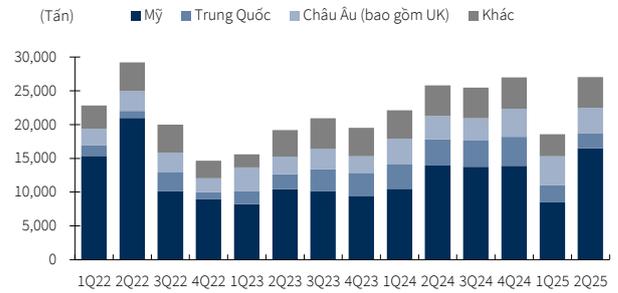
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

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



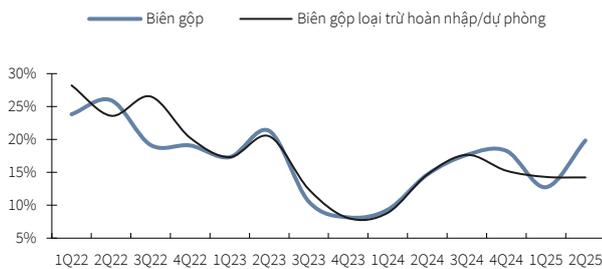
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

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



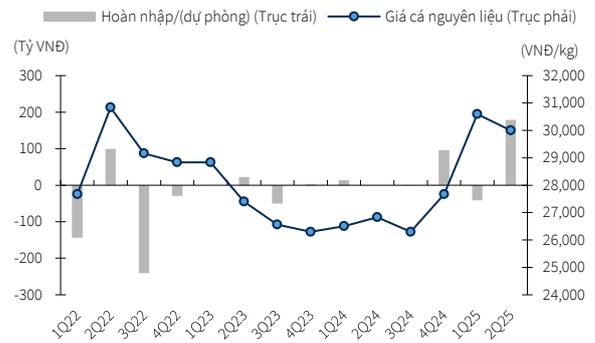
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

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



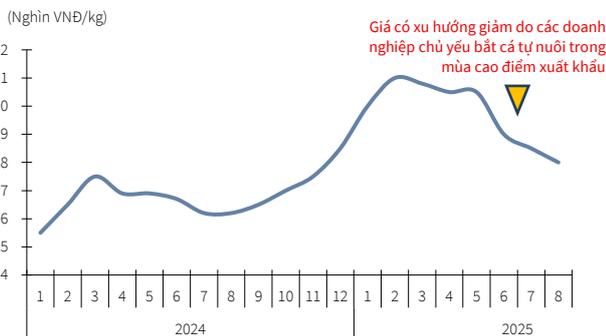
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

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



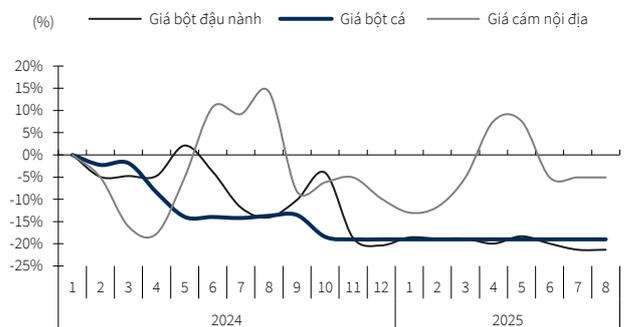
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

**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: KBSV tổng hợp và tính toán

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



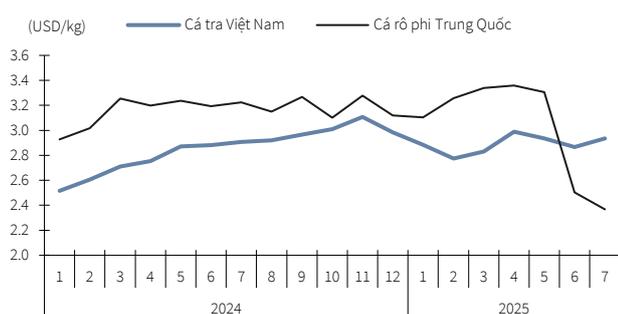
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

**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.

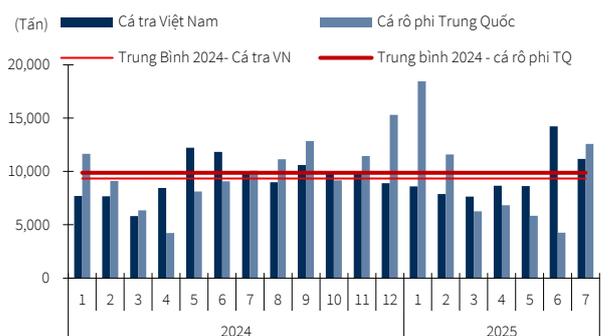
Tại thị trường EU, chúng tôi kì vọng sản lượng xuất khẩu cá tra của VHC tiếp tục tăng lần lượt 10%/5% trong 2H-2025/2026 nhờ nguồn cung cá thịt trắng hạn chế do như hạn mức đánh bắt tại biển Barent dự kiến giảm 25% trong 2025.

**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**



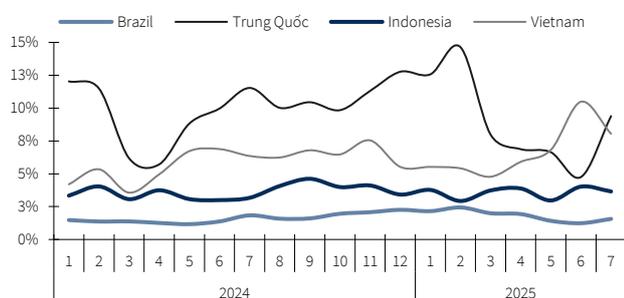
Nguồn: ITC

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



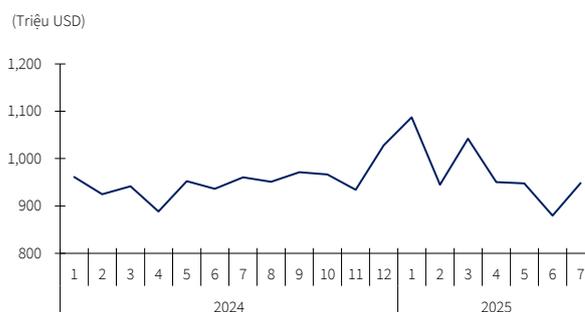
Nguồn: ITC

**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)**



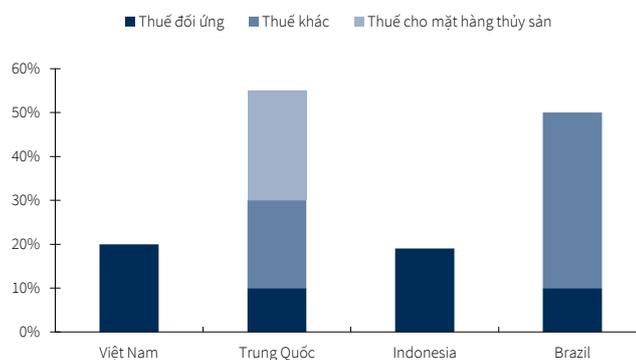
Nguồn: ITC

**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
<b>Doanh thu</b>	<b>12,513</b>	<b>12,254</b>	<b>-2%</b>	<b>13,277</b>	<b>8%</b>	
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
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,895</b>	<b>1,933</b>	<b>2%</b>	<b>2,204</b>	<b>14%</b>	
<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&amp;A/ doanh thu</i>	<i>5.2%</i>	<i>4.8%</i>	<i>-46bps</i>	<i>4.8%</i>	<i>0bps</i>	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,485</b>	<b>1,615</b>	<b>9%</b>	<b>1,775</b>	<b>10%</b>	
<i>Biên LNNT</i>	<i>11.9%</i>	<i>13.2%</i>	<i>132bps</i>	<i>13.4%</i>	<i>19bps</i>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,303</b>	<b>1,413</b>	<b>8%</b>	<b>1,548</b>	<b>10%</b>	
<b>LN sau thuế công ty mẹ</b>	<b>1,226</b>	<b>1,338</b>	<b>9%</b>	<b>1,465</b>	<b>9%</b>	
<i>Biên LNNT</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
<b>Tổng cộng</b>	<b>99,859</b>	<b>96,434</b>	<b>-3%</b>	<b>99,220</b>	<b>3%</b>	

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%	
<b>Tổng cộng</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>0%</b>	<b>2.9</b>	<b>2%</b>	

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 VND/ 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
<b>LNST của công ty mẹ</b>	<b>631</b>	<b>1,465</b>	<b>1,497</b>	<b>1,523</b>	<b>1,555</b>	<b>1,599</b>
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)
<b>FCFF</b>	<b>295</b>	<b>908</b>	<b>1,650</b>	<b>1,675</b>	<b>1,652</b>	<b>1,556</b>

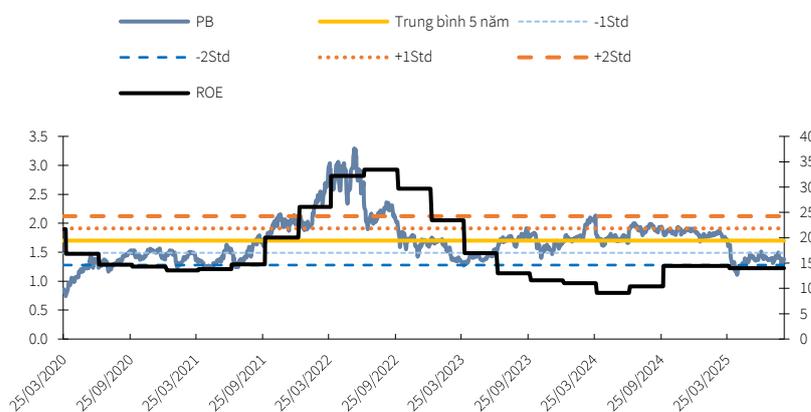
Nguồn: KBSV

**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
Phân bù rủi ro	8%	<b>Tổng giá trị hiện tại (Tỷ VNĐ)</b>	<b>14,576</b>
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%	<b>Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)</b>	<b>15,607</b>
WACC	13%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	225
		<b>Giá trị VCSH/ cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>69,503</b>

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)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)				
(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F	(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	10,033	12,513	12,254	13,277	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	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 thu 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	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	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	<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	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
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VND)</b>	2024	2024	2025F	2026F	<b>Chỉ số chính (x, %, VND)</b>				
Lãi trước thuế	1,145	1,485	1,615	1,775	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	402	456	513	570	P/E	15.7	11.8	10.8	9.9
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-165	-150	-409	-414	P/E pha loãng	15.7	11.8	10.8	9.9
Chi phí lãi vay	133	73	59	57	P/B	1.7	1.7	1.5	1.3
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,516	1,865	1,778	1,988	P/S	1.4	1.2	1.2	1.1
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	719	-535	350	-155	P/Tangible Book	1.9	1.8	1.6	1.4
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-856	1,026	-309	-235	P/Cash Flow	-45.3	42.7	25.1	34.1
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-352	212	52	49	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.2	9.8	12.4	10.6
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	19	9	-5	12	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	17.2	13.4	12.4	10.6
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-499	-504	-396	-431	<b>Hiệu quả quản lý</b>				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	547	2,073	1,470	1,228	ROE%	12%	14%	14%	14%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-677	-678	-830	-700	ROA%	8%	10%	10%	10%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	4	2	0	0	ROIC%	19%	8%	9%	9%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-3,552	-4,171	-410	-680	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
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	0.4	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	2.9	3.2
Cố tức và tiền lãi nhận được	140	115	409	414	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	-855	-831	-966	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	10,620	2,214	2,375	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền trả các khoản đi vay	-11,385	-10,602	-2,277	-2,214	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Cố tức đã trả	0	-898	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	-880	-64	161	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-319	338	575	423	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6	6	7	7
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	553	233	570	1,147	Hệ số quay vòng HTK	2	4	3	3
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	233	570	1,147	1,570	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.