



## CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

BUY +22,7%

<b>Ngành</b>	<b>Nông nghiệp</b>
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>26/01/2026</b>
Giá hiện tại	60.000 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>71.600 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	63.500 VND
TL tăng	+19,3%
Lợi suất cổ tức	3,3%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+22,7%</b>

GT vốn hóa	13,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	4,7 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	89,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,00%
SL cổ phiếu lưu hành	224,5tr
Pha loãng	224,5tr

	VHC	VNI
P/E (trượt)	8,8x	18,3x
P/B (hiện tại)	1,4x	2,2x
ROE	14,4%	13,5%
ROA	10,1%	2,0%

### Tổng quan Công ty

CTCP Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới, chuyên nuôi trồng thủy sản, collagen & gelatin (C&G). Các thị trường chính của công ty bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. Chúng tôi ước tính các sản phẩm của VHC chiếm khoảng 45% lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ và hầu hết lượng C&G xuất khẩu từ Việt Nam trong năm 2024.

### Diễn biến giá cổ phiếu



**Nguyễn Thảo Nguyên**  
Chuyên viên

**Hoàng Nam**  
Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	12.513	11.980	14.986	17.033
% YoY	24,7%	-4,3%	25,1%	13,7%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.226	1.535	1.769	2.114
% YoY	33,4%	25,2%	15,2%	19,5%
EPS	33,4%	25,2%	15,2%	19,5%
Biên LN gộp	15,1%	16,5%	16,2%	16,8%
Biên LN từ HĐKD	9,9%	11,8%	10,9%	11,3%
Biên EBITDA	13,6%	16,2%	14,5%	14,6%
Biên LN ròng	9,8%	12,8%	11,8%	12,4%
Giá CP/Dòng tiền hoạt động	6,8x	6,5x	14,1x	6,7x
EV/EBITDA	8,7x	7,6x	6,8x	6,0x
P/E	11,8x	9,3x	8,2x	7,0x
P/B	1,6x	1,5x	1,3x	1,1x
ROE	14,4%	16,8%	17,2%	18,1%

### Triển vọng mảng xuất khẩu cải thiện trong năm 2026 khi nhu cầu phục hồi

- Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) lên MUA và điều chỉnh tăng 13% giá mục tiêu lên 71.600 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu đến từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2025 sang cuối năm 2026, đồng thời phản ánh dự báo LNST sau lợi ích CĐTS gộp giai đoạn 2025–29 sẽ tăng 17%, với mức điều chỉnh lần lượt +14%/+18%/+37%/+14%/+6% trong năm 2025/26/27/28/29.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E dự phóng trong năm 2025/26 của VHC lần lượt là 10,6 lần/9,3 lần, so với P/E trượt trung bình 5 năm là 11,9 lần và CAGR EPS dự phóng giai đoạn 2025–30 của chúng tôi ở mức 13%.
- Mặc dù sản lượng xuất khẩu năm 2025 chịu áp lực từ thuế quan của Mỹ và tình trạng thiếu hụt nguồn cung cá nguyên liệu, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi mạnh trong năm 2026 khi tác động sau hiện tượng đẩy mạnh xuất khẩu sớm (hậu front-loading) dần chấm dứt và nguồn cung cá với kích thước đạt chuẩn xuất khẩu được cải thiện, cùng với nhu cầu tại các thị trường trọng điểm của VHC duy trì ổn định. Trong trung hạn, vị thế dẫn đầu của VHC tại thị trường Mỹ và Châu Âu, lợi thế về giá so với cá rô phi Trung Quốc và Brazil, cũng như các rào cản đối với cá đánh bắt tự nhiên, được kỳ vọng sẽ là nền tảng hỗ trợ CAGR doanh thu cá phi lê đông lạnh đạt 16% trong giai đoạn 2025–30. Bên cạnh đó, chúng tôi ghi nhận các tín hiệu tích cực từ ban lãnh đạo VHC, bao gồm (1) con gái Chủ tịch HĐQT gia tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần và (2) kế hoạch xin ý kiến cổ đông trong giai đoạn tháng 1–2/2026 về việc mua lại cổ phiếu, qua đó hỗ trợ cho tâm lý thị trường trong ngắn hạn và có thể mang lại tác động tích cực đến EPS thông qua việc giảm số lượng cổ phiếu lưu hành.
- Rủi ro:** Giá bán trung bình thấp hơn kỳ vọng và nhu cầu tiêu thụ cá tra toàn cầu suy yếu.

**Sản lượng xuất khẩu năm 2026 phục hồi nhờ áp lực thuế quan hạ nhiệt và rào cản gia tăng đối với nguồn cung đánh bắt tự nhiên.** Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu năm 2026 sẽ phục hồi 26,6% YoY, được hỗ trợ bởi nhu cầu ổn định tại các thị trường chủ lực của VHC. Điều này diễn ra ngay cả khi mức độ nhạy cảm về giá của người tiêu dùng tăng lên trong bối cảnh thắt chặt chi tiêu—được phản ánh qua chỉ số CPI thấp ở mức 2,7% và 2,3% YoY tại Mỹ và EU vào tháng 12/2025—trong khi nhu cầu vẫn tập trung vào các sản phẩm thủy sản thay thế có giá cả phải chăng. Song song đó, nguồn cung cá thịt trắng thắt chặt đang thúc đẩy các nhà nhập khẩu chuyển sang những lựa chọn nuôi trồng như cá tra. Xu hướng này được hỗ trợ bởi (1) giá cá tuyết phi lê đông lạnh tăng mạnh +47% YoY và giá cá tuyết chấm đen/cá minh thái tăng +39% YoY do cắt giảm hạn ngạch (Agromonitor), và (2) rủi ro pháp lý gia tăng trong toàn chuỗi cung ứng thủy sản khai thác, bao gồm lệnh cấm theo Đạo luật MMPA của Mỹ đối với một số sản phẩm thủy sản Việt Nam và nỗ lực của Việt Nam nhằm gỡ bỏ thẻ vàng IUU của EU.

**Giá bán trung bình cao hơn sẽ hỗ trợ lợi nhuận năm 2026, bù đắp cho tác động kéo dài của tình trạng thiếu hụt cá giống trước đó:** Chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS thêm 18%, được thúc đẩy bởi mức tăng 5% YoY của giá bán trung bình, khi giá cá nguyên liệu cao tiếp tục kéo dài sang năm 2026 sau đợt tăng 67% YoY của chi phí cá giống trong nửa cuối năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp năm 2026 sẽ giảm nhẹ so với năm 2025, do giá cá giống duy trì ở mức cao kỷ lục và sự phụ thuộc vào cá nguyên liệu mua ngoài tăng lên trong bối cảnh nguồn cung tự chủ còn hạn chế. Dù vậy, nguồn cung cá nguyên liệu của doanh nghiệp được kỳ vọng cải thiện từ nửa đầu năm 2026, khi hoạt động thả nuôi bắt đầu nhiều hơn từ quý 4/2025.

**Tái định hướng chiến lược giúp tăng cường hoạt động cốt lõi và củng cố triển vọng tăng trưởng dài hạn:** Chúng tôi kỳ vọng CAGR EPS đạt 13% trong giai đoạn 2025–30 do VHC giảm bớt các khoản đầu tư ngoài ngành. VHC đã thoái vốn một số khoản chứng khoán kinh doanh trong quý 3/2025 và gần đây đã thông qua kế hoạch thoái vốn khỏi Mai Thiên Thanh – một công ty liên kết trong lĩnh vực xử lý rác thải và phân bón hữu cơ – để tập trung vào mảng cá tra cốt lõi và các sản phẩm giá trị gia tăng.

## Dự báo năm 2025: Dự báo doanh thu giảm do sản lượng xuất khẩu yếu hơn trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt, trong khi giá bán trung bình xuất khẩu cao hơn và thu nhập ngoài hoạt động tăng mạnh giúp gia tăng biên lợi nhuận

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	KQ 2024	Dự báo 2025 mới	YoY	So với dự báo 2025 cũ	Nhận định của Vietcap về dự báo 2025 mới
<b>Doanh thu</b>	<b>12.513</b>	<b>11.980</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-13,1%</b>	
- C&G	772	786	1,8%	-21,8%	* Sau kết quả sơ bộ 11 tháng yếu hơn kỳ vọng (-1% YoY), thấp hơn dự báo trước đó của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng doanh số sẽ phục hồi theo tính chất mùa vụ trong quý 4, thúc đẩy tăng trưởng mảng Collagen & Gelatin (C&G) năm 2025 lên 1,8% YoY.
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan	11.033	10.416	-5,6%	-11,7%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu cá phile đông lạnh 11,7% sau mức giảm 14,3% YoY về sản lượng xuất khẩu trong năm 2025. Sự suy giảm này xuất phát từ (1) sản lượng xuất khẩu yếu của VHC sang Mỹ (-14% YoY) và Trung Quốc (-60% YoY) và (2) tình trạng thiếu hụt cá nguyên liệu làm hạn chế sản lượng xuất khẩu. * Sản lượng xuất khẩu năm 2025 yếu hơn do (1) cạnh tranh gia tăng tại Mỹ khi nhiều nhà xuất khẩu được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0% trong kỳ xem xét hành chính lần thứ 20 - POR 20 (tháng 6/2025) và (2) nhu cầu yếu kéo dài tại Trung Quốc cùng với việc VHC chuyển dịch khỏi thị trường này, những yếu tố trên được bù đắp bởi tăng trưởng nhu cầu mạnh mẽ tại EU (+50% YoY).
- Tăng trưởng sản lượng phile	29,5%	-14,3%			
Tăng trưởng giá bán phile trung bình	-9,8%	3,4%			
- Sản phẩm từ gạo (Sa Giang)	708	778	10,0%	-21,4%	* Dựa theo kết quả 9 tháng yếu hơn kỳ vọng (2,2% YoY). Chúng tôi kỳ vọng doanh số sẽ phục hồi theo mùa trong quý 4, đưa mức tăng trưởng của Sa Giang năm 2025 lên 10% YoY.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.895</b>	<b>1.980</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,2%</b>	
- C&G <sup>1</sup>	263	243	-7,6%	-29,8%	
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan <sup>1</sup>	1.445	1.531	6,0%	21,8%	
- Sa Giang <sup>1</sup>	187	206	10,0%	-21,4%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.241</b>	<b>1.419</b>	<b>14,4%</b>	<b>9,7%</b>	
Các khoản mục ngoài HĐKD	244	395	62,1%	26,4%	* Chúng tôi nâng dự báo cho các khoản mục ngoài hoạt động kinh doanh sau khi thu nhập tài chính tăng 14% YoY trong 9T 2025, do VHC đã giảm tỷ trọng danh mục chứng khoán kinh doanh, chủ yếu là các cổ phiếu bất động sản, trong quý 3/2025.
LNTT	1.485	1.814	22,2%	13,0%	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>1.226</b>	<b>1.535</b>	<b>25,2%</b>	<b>13,7%</b>	
GPM	15,1%	16,5%			
- C&G <sup>1</sup>	34,1%	30,9%			* Chúng tôi nâng dự báo biên lợi nhuận gộp thêm 3,0 điểm % lên 16,5%, nhờ KQKD 9 tháng khả quan hơn kỳ vọng và mức tăng dự kiến 3,4% YoY của giá bán trung bình xuất khẩu năm 2025. Tuy nhiên, mức này vẫn thấp hơn so với biên lợi nhuận gộp 9 tháng là 16,7% do biên lợi nhuận quý 4 nhiều khả năng sẽ giảm nhẹ do nguồn cung cá khan hiếm, buộc VHC phải gia tăng tỷ lệ mua cá ngoài với chi phí cao (trong bối cảnh giá cá nguyên liệu tăng +12% YoY) nhằm đáp ứng các đơn hàng xuất khẩu.
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan <sup>1</sup>	13,1%	14,7%			
- Sa Giang <sup>1</sup>	26,5%	26,5%			
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)/doanh thu	5,2%	4,7%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	9,9%	11,8%			
Biên lợi nhuận ròng	9,8%	12,8%			

Nguồn: VHC, Vietcap, <sup>1</sup> ước tính của Vietcap

## Dự báo năm 2026: Năm chuyển tiếp với sự phục hồi xuất khẩu và tái định hướng chiến lược

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026 mới	YoY	So với dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap về dự báo 2026 mới
<b>Doanh thu</b>	<b>11.980</b>	<b>14.986</b>	<b>25,1%</b>	<b>0,8%</b>	
- C&G	786	898	14,3%	-29,1%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo do KQKD năm 2025 yếu hơn kỳ vọng; tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mức phục hồi 14,3% YoY trong năm 2026 được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng nhu cầu toàn cầu dài hạn trong việc ứng dụng collagen và gelatin.
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan	10.416	13.193	26,7%	7,2%	* <b>Triển vọng năm 2026:</b> Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu sẽ phục hồi mạnh 26,7% YoY. Nhu cầu dự kiến sẽ duy trì vững vàng do người tiêu dùng Mỹ đã bắt đầu hấp thụ tác động của thuế quan, trong khi cá tra – được định vị ở phân khúc giá thấp – có độ nhạy cảm về giá không cao. Hạn ngạch đánh bắt cá thịt trắng bị thắt chặt và rủi ro tuân thủ gia tăng trên toàn ngành thủy sản đang chuyển hướng nhu cầu sang cá tra, mặt hàng hưởng lợi từ rào cản gia nhập thị trường thấp hơn nhờ bề dày kinh nghiệm trong việc đáp ứng các tiêu chuẩn và chứng nhận nuôi trồng toàn cầu. Về phía nguồn cung, các hạn chế sản lượng xuất khẩu do thiếu hụt cá nguyên liệu dự kiến sẽ giảm bớt trong quý 1/2026, nhờ động thái chủ động thả nuôi của VHC trong năm trước để đảm bảo nguồn nguyên liệu cho các chu kỳ sản xuất sắp tới.
- Tăng trưởng sản lượng phile	-14,3%	26,6%			
Tăng trưởng giá bán phile trung bình	3,4%	5,1%			
- Sản phẩm từ gạo (Sa Giang)	778	895	15,0%	-30,5%	* Chúng tôi dự báo giá bán trung bình sẽ tăng 5,1% YoY do giá cá nguyên liệu được kỳ vọng vẫn ở mức cao trong năm 2026, phản ánh việc chuyển tiếp chi phí cá giống tăng cao (vốn đã tăng 67% YoY trong nửa cuối năm 2025 do tình trạng thiếu hụt vì tỷ lệ hao hụt thu hoạch cao).
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.980</b>	<b>2.423</b>	<b>22,4%</b>	<b>12,2%</b>	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo do kết quả năm 2025 yếu hơn kỳ vọng; tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mức phục hồi 15% YoY với triển vọng phục hồi tiêu dùng trong nước vào năm 2026.
- C&G <sup>1</sup>	243	265	9,2%	-40,7%	
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan <sup>1</sup>	1.531	1.921	25,5%	40,0%	
- Sa Giang <sup>1</sup>	206	237	15,0%	-30,5%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.419</b>	<b>1.640</b>	<b>15,6%</b>	<b>18,5%</b>	
Các khoản mục ngoài HĐKD	395	416	5,2%	17,2%	
LNTT	1.814	2.056	13,3%	18,3%	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>1.535</b>	<b>1.769</b>	<b>15,2%</b>	<b>18,1%</b>	
GPM	16,5%	16,2%			Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ giảm nhẹ so với mức năm 2025, do áp lực kéo dài từ giá cá giống cao kỳ lục và việc VHC gia tăng sự phụ thuộc vào cá nguyên liệu mua ngoài.
- C&G <sup>1</sup>	30,9%	29,6%			
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan <sup>1</sup>	14,7%	14,6%			
- Sa Giang <sup>1</sup>	26,5%	26,5%			
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)/doanh thu	4,7%	5,2%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	11,8%	10,9%			
Biên lợi nhuận ròng	12,8%	11,8%			

Nguồn: VHC, Vietcap; <sup>1</sup> ước tính của Vietcap

## Định giá

Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 13% khi chúng tôi (1) cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026 và (2) phản ánh mức tăng 17% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–29 (với mức tăng lần lượt là 14%/18%/37%/14%/6% cho dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/26/27/28/29).

Chúng tôi duy trì cơ cấu 50/50 giữa các phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) và phương pháp tổng của từng phần (SoTP) dựa trên EV/EBITDA để định giá VHC. Theo quan điểm của chúng tôi, tỷ lệ cân bằng giữa 2 phương pháp này là hợp lý do đặc điểm cơ bản khác nhau của các mảng kinh doanh của VHC cũng như mức tăng trưởng lợi nhuận không ổn định của công ty chủ yếu được thúc đẩy bởi hoạt động kinh doanh xuất khẩu phile truyền thống vốn dễ bị ảnh hưởng bởi các yếu tố bên ngoài.

Định giá CKDT của chúng tôi đưa ra ước tính giá trị hợp lý cao hơn đáng kể so với phương pháp SoTP dựa trên EV/EBITDA của chúng tôi, mà chúng tôi cho là do khả năng phản ánh tốt hơn những cải thiện dự kiến của chúng tôi trong vốn lưu động của VHC và tăng trưởng thu nhập dài hạn mạnh mẽ của công ty. Cụ thể, về vốn lưu động, trong giai đoạn đầy thách thức năm 2023 đối với ngành xuất khẩu cá tra, hàng tồn kho của VHC đã tăng đáng kể, trong khi đó, công ty phải gia hạn các điều khoản tín dụng để hỗ trợ khách hàng, làm suy yếu vốn lưu động của công ty. Chúng tôi kỳ vọng tình hình này sẽ đảo chiều từ năm 2024 trong bối cảnh động lực cung-cầu thuận lợi hiện tại.

### Hình 3 : Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)	Đóng góp giá trị/cổ phiếu (đồng)
CKDT	50%	91.452	45.726
SOTP	50%	51.776	25.888
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>71.600</b>
P/E năm 2025/2026 theo giá mục tiêu			10,6x/9,3x
EV/EBITDA năm 2025/2026 theo giá mục tiêu			8,0x/7,1x

Nguồn: Vietcap

### Hình 4: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>2.267</b>	<b>2.647</b>	<b>2.618</b>	<b>3.146</b>	<b>3.460</b>
- Thuế	-260	-308	-284	-325	-355
+ Chiết khấu	533	563	588	614	639
- Vốn XDCB	-450	-375	-376	-313	-343
- Thay đổi vốn lưu động	-1.289	-502	-500	-522	-537
<b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>	<b>801</b>	<b>2.025</b>	<b>2.046</b>	<b>2.600</b>	<b>2.865</b>
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	704	1.565	1.391	1.554	1.505
<b>GTHT lũy kế của DTTD</b>	<b>704</b>	<b>2.270</b>	<b>3.660</b>	<b>5.214</b>	<b>6.720</b>

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	1,2	1,2
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí vốn cổ phần %	15,9	15,9
Chi phí nợ vay %	6,0	6,0
Thuế doanh nghiệp %	15,0	15,0
Nợ vay/vốn %	20,0	20,0
<b>WACC %</b>	<b>13,7</b>	<b>13,7</b>
Tăng trưởng giá trị cuối %	3,0	3,0

Chiết khấu dòng tiền	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	6.720
GTHT của giá trị cuối (GTC)	13.612
<b>GTGT của DTTD và GTC</b>	<b>20.332</b>
+ Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	2.910
- Nợ vay	2.277
- Lợi ích CĐTS	438
<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>20.527</b>
SL CP pha loãng (triệu)	224,5
<b>Giá trị CKDT/CP (đồng)</b>	<b>91.452</b>

Nguồn: Vietcap

Hình 5: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu của chúng tôi cho VHC liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng giá trị cuối, các yếu tố khác không thay đổi

		WACC				
		11,7%	12,7%	13,7%	14,7%	15,7%
Tốc độ tăng trưởng cuối	1,0%	74.700	70.200	66.400	63.100	60.300
	2,0%	78.400	73.100	68.800	65.100	62.000
	3,0%	82.900	76.700	71.600	67.400	63.900
	4,0%	88.600	81.100	75.100	70.200	66.100
	5,0%	96.000	86.600	79.300	73.500	68.800

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Định giá tổng của từng phần

Tỷ đồng	Dự báo EBITDA năm 2026 điều chỉnh*	EV/ EBITDA mục tiêu (x)	Tỷ lệ sở hữu của VHC	EV mục tiêu, đóng góp cho VHC	Lưu ý đối với EV/EBITDA của Vietcap
Collagen & gelatin	442	7,0	100%	3.093	* Chúng tôi thay đổi EV/EBITDA mục tiêu từ mức 8,5x trước đây do nâng lãi suất chiết khấu nhằm phản ánh rủi ro vốn cổ phần tại Việt Nam. Mức EV/EBITDA mục tiêu này thấp hơn so với giá trị giao dịch trung bình là 11,7 lần đối với các công ty thực phẩm bổ sung toàn cầu ở thị trường tầm trung, theo <a href="#">báo cáo Ngành Súc khỏe trong bối cảnh kinh tế bất ổn</a> của ngân hàng đầu tư Mỹ Capstone Headwaters, tháng 10/2023. Điều này phản ánh rủi ro vốn cổ phần của Việt Nam.
Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan	1.534	4,9	100%	7.515	* Chúng tôi duy trì EV/EBITDA mục tiêu ở mức 6,0 lần – thấp hơn 30% so với EV/EBITDA trung bình 5 năm giai đoạn 2014–2019 của VHC là 7,0 lần – để phản ánh rủi ro vốn cổ phần tại Việt Nam.  * Theo quan điểm của chúng tôi, định giá thị trường của VHC trước năm 2020 không bao gồm mảng C&G của công ty do đóng góp lợi nhuận không đáng kể. Diễn biến giá cổ phiếu của VHC và việc thiếu các công ty cùng ngành có thể so sánh trong khu vực là lý do khiến chúng tôi chọn kết quả EV/EBITDA của VHC thay vì EV/EBITDA của các công ty cùng ngành.
Sa Giang	163	5,6	77%	698	* Chúng tôi duy trì mục tiêu EV/EBITDA hiện tại để phản ánh rủi ro vốn cổ phần tại Việt Nam. Chúng tôi tin rằng mục tiêu EV/EBITDA cao hơn mục tiêu EV/EBITDA của mảng phi lê đông lạnh là hợp lý vì Sa Giang chiếm 80% thị phần trên thị trường bánh phồng tôm Việt Nam.
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>				<b>11.306</b>	
Tiền mặt + tiền gửi ngân hàng - nợ vay - lợi ích CĐTS				-315	
<b>Tổng giá trị vốn sở hữu</b>				<b>11.621</b>	
SL cổ phiếu (triệu)				224,5	
<b>Giá trị/CP (đồng)</b>				<b>51.776</b>	

Nguồn: VHC, Vietcap (\* Điều chỉnh theo khoản đóng góp vào quỹ khen thưởng & phúc lợi, chiếm 5% LNST sau lợi ích CĐTS hàng năm, theo dự báo của chúng tôi)

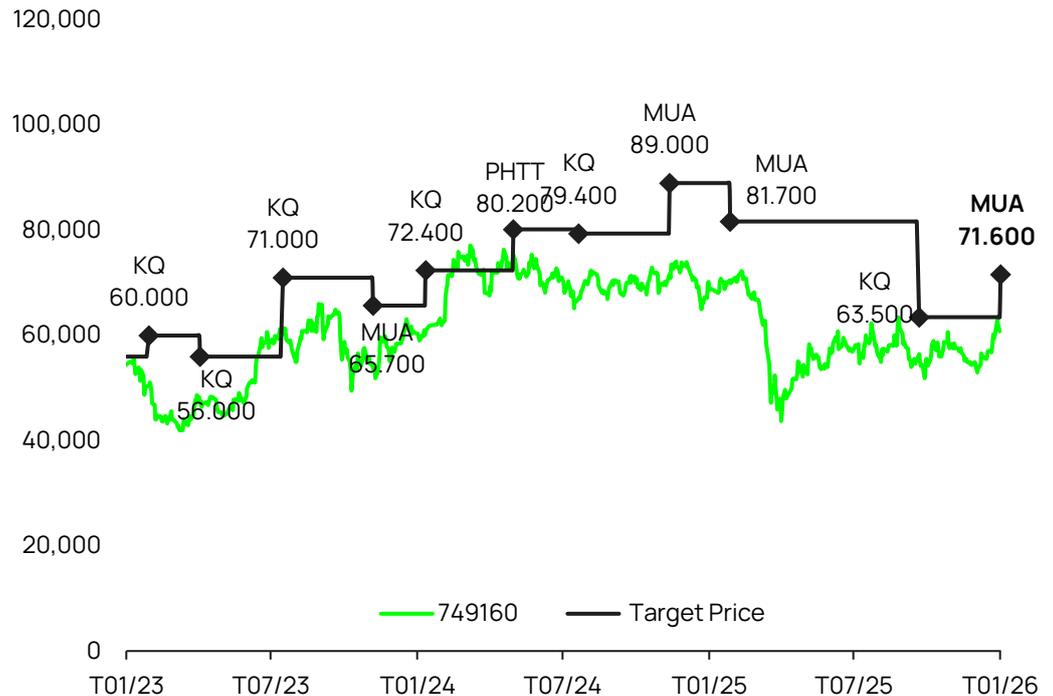
Hình 7: Các công ty cùng ngành cá và hải sản Việt Nam

Công ty	Mã CK	GT VH (triệu USD)	DT trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	Nợ ròng/ VCSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/B quý gần nhất (x)	P/E trượt (x)	EV/ EBITDA trượt (x)
CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	MPC	255	588	37	-8	-101	67	-4,2	-2,0	1,4	-	29,64
CTCP Nam Việt	ANV	266	241	11	29	1247	62	23,5	14,2	2,0	9,3	8,44
CTCP Hùng Vương	HVG	12	177	-49	-46	-	334	-80,5	-13,0	0,4	-	-
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI	71	266	-1	5	172	155	3,8	1,4	0,6	14,6	12,46
CTCP Thực phẩm Sao Ta	FMC	91	319	36	12	14	37	14,9	7,4	1,1	7,5	5,51
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	26	78	57	1	241	91	3,1	1,5	0,8	27,0	17
CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	ABT	30	27	10	6	114	23	27,9	20,4	1,3	4,9	3,4
<b>Trung vị</b>		<b>71</b>	<b>241</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>143</b>	<b>67</b>	<b>3,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>
<b>Trung bình</b>		<b>107</b>	<b>242</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>281</b>	<b>110</b>	<b>-1,6</b>	<b>4,3</b>	<b>1,1</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC	513	486	25	61	77	-0,1	14,4	10,1	1,4	8,8	5,3

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu cập nhật đến ngày 26/01/2026)

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 8: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu</b>	<b>12.513</b>	<b>11.980</b>	<b>14.986</b>	<b>17.033</b>
Giá vốn hàng bán	-10.618	-10.000	-12.563	-14.175
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.895</b>	<b>1.980</b>	<b>2.423</b>	<b>2.858</b>
Chi phí bán hàng	-297	-252	-345	-409
Chi phí quản lí DN	-358	-309	-438	-526
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>1.241</b>	<b>1.419</b>	<b>1.640</b>	<b>1.923</b>
Doanh thu tài chính	423	472	587	685
Chi phí tài chính	-217	-107	-211	-195
Trong đó, chi phí lãi vay	-73	-70	-73	-84
Lợi nhuận từ công ty LDLC	2	5	5	5
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	35	26	35	35
<b>LNTT</b>	<b>1.485</b>	<b>1.814</b>	<b>2.056</b>	<b>2.453</b>
Thuế TNDN	-182	-229	-260	-308
LNST trước CĐTS	<b>1.303</b>	<b>1.586</b>	<b>1.796</b>	<b>2.145</b>
Lợi ích CĐTS	-76	-50	-27	-31
<b>LNST sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.226</b>	<b>1.535</b>	<b>1.769</b>	<b>2.114</b>
<b>LNST sau CĐTS, cốt lõi</b>	<b>1.226</b>	<b>1.535</b>	<b>1.769</b>	<b>2.114</b>
EBITDA	1.697	1.936	2.173	2.486
EPS báo cáo, VND	5.463	6.840	7.882	9.416
DPS, VND	2.000	2.500	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	37,5%	37,0%	25,9%	22,4%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	24,7%	-4,3%	25,1%	13,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	28,1%	14,4%	15,6%	17,2%
Tăng trưởng LNTT	29,7%	22,2%	13,3%	19,3%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	33,4%	25,2%	15,2%	19,5%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	15,1%	16,5%	16,2%	16,8%
Biên LN từ HĐ %	9,9%	11,8%	10,9%	11,3%
Biên EBITDA %	13,6%	16,2%	14,5%	14,6%
Biên LNST sau CĐTS %	9,8%	12,8%	11,8%	12,4%
ROE %	14,4%	16,8%	17,2%	18,1%
ROA %	10,1%	12,1%	12,6%	13,1%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	115	105	94	98
Số ngày phải thu	55	67	61	65
Số ngày phải trả	11	12	12	13
TG luân chuyển tiền	159	160	144	149
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	2,6	3,1	3,1	3,2
CS thanh toán nhanh	1,7	2,1	2,1	2,3
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,6	0,6	0,6
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn CSH	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Khả năng thanh toán lãi vay	16,9	20,3	22,6	22,9

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	570	1.797	2.248	2.555
Đầu tư TC ngắn hạn	2.340	2.169	2.238	3.363
Các khoản phải thu	2.201	2.205	2.841	3.182
Hàng tồn kho	2.915	2.828	3.655	3.930
TS ngắn hạn khác	213	299	375	426
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>8.238</b>	<b>9.298</b>	<b>11.356</b>	<b>13.456</b>
TS dài hạn (gộp)	6.025	6.324	6.774	7.149
- Khấu hao lũy kế	-2.500	-2.983	-3.483	-4.013
TS dài hạn (ròng)	3.525	3.341	3.291	3.135
Đầu tư TC dài hạn	69	73	56	56
TS dài hạn khác	402	375	343	468
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>3.996</b>	<b>3.789</b>	<b>3.691</b>	<b>3.659</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>12.234</b>	<b>13.087</b>	<b>15.047</b>	<b>17.116</b>
Phải trả ngắn hạn	272	380	477	538
Nợ ngắn hạn	2.277	2.045	2.443	2.757
Nợ ngắn hạn khác	635	608	760	864
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.184</b>	<b>3.032</b>	<b>3.680</b>	<b>4.159</b>
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	57	57	57	57
<b>Tổng nợ</b>	<b>3.241</b>	<b>3.089</b>	<b>3.737</b>	<b>4.216</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
Vốn cổ phần	2.245	2.245	2.245	2.245
Lợi nhuận giữ lại	6.175	7.147	8.632	10.718
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	318	369	396	427
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.994</b>	<b>9.998</b>	<b>11.310</b>	<b>12.900</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>12.234</b>	<b>13.087</b>	<b>15.047</b>	<b>17.116</b>
CP lưu hành cuối năm (triệu)	224,5	224,5	224,5	224,5

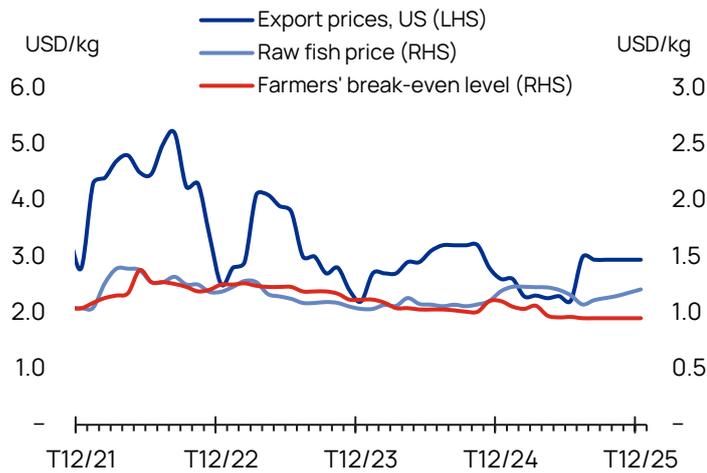
LUU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>233</b>	<b>570</b>	<b>1.797</b>	<b>2.248</b>
Lợi nhuận sau thuế	1.226	1.535	1.769	2.114
Khấu hao	456	517	533	563
Thay đổi vốn lưu động	90	77	-1.289	-502
Điều chỉnh khác	301	30	-8	-75
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>2.073</b>	<b>2.159</b>	<b>1.005</b>	<b>2.099</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-675	-299	-450	-375
Đầu tư, ròng	-180	161	-54	-1.282
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-855</b>	<b>-138</b>	<b>-503</b>	<b>-1.657</b>
Cổ tức đã trả	-898	-561	-449	-449
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	120	-232	398	314
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-102	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-880</b>	<b>-794</b>	<b>-51</b>	<b>-135</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>338</b>	<b>1.227</b>	<b>451</b>	<b>307</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>570</b>	<b>1.797</b>	<b>2.248</b>	<b>2.555</b>

Nguồn: VHC, dự báo của Vietcap

## Phụ lục: Diễn biến hoạt động hàng tháng của VHC và ngành cá tra

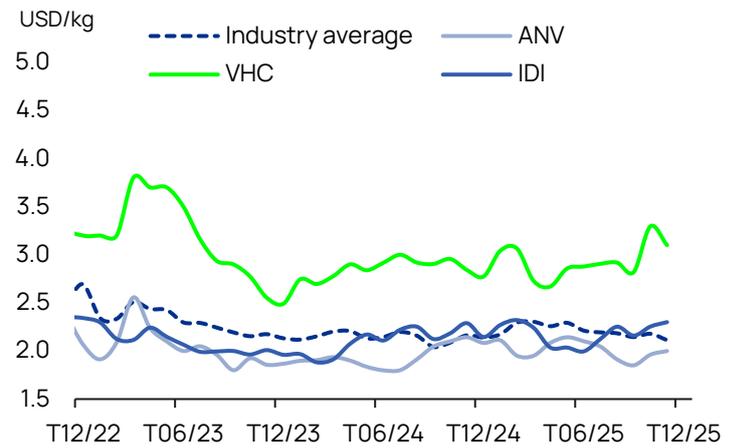
VHC ghi nhận chênh lệch giá bán trung bình ngày càng nới rộng so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ duy trì chiến lược tập trung vào các thị trường giá trị cao, được phản ánh qua mức tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ tại EU (+50% YoY) và sự sụt giảm mạnh tại thị trường có giá bán thấp là Trung Quốc (-60% YoY) trong năm 2025.

Hình 9: Giá xuất khẩu hàng tháng của VHC sang Mỹ, giá cá tra nguyên liệu tại Việt Nam\*, và điểm hòa vốn của người nuôi



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap (Số liệu tính đến năm 2025; \* cá nguyên liệu là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất cá phile thành phẩm)

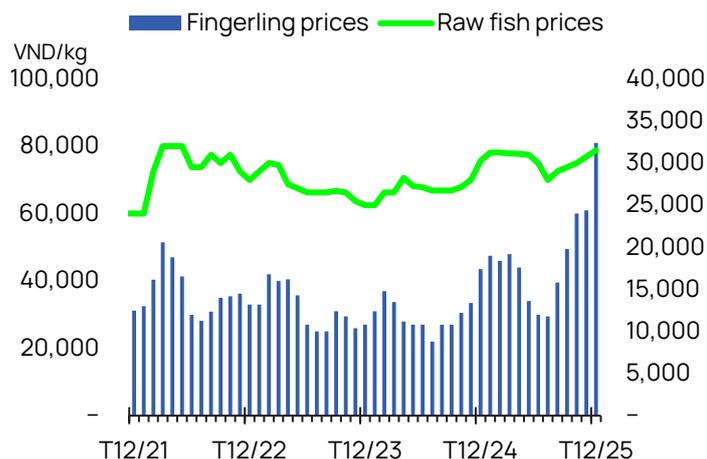
Hình 10: Giá xuất khẩu cá tra trung bình của các doanh nghiệp niêm yết chủ chốt



Nguồn: AgroMonitor, ước tính của Vietcap

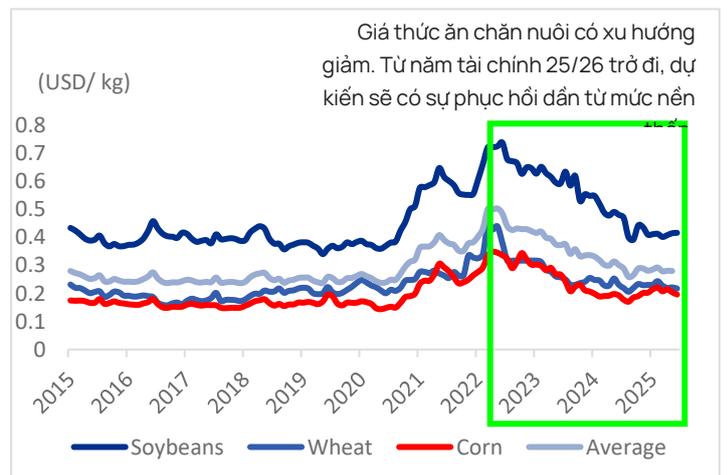
**Sản lượng xuất khẩu nửa cuối năm 2025 của VHC sụt giảm trong bối cảnh thiếu hụt cá nguyên liệu và giá cá giống tăng cao kỷ lục về cuối năm 2025, được bù đắp một phần bởi chi phí thức ăn chăn nuôi thấp.**

Hình 11: Giá cá giống so với giá cá nguyên liệu



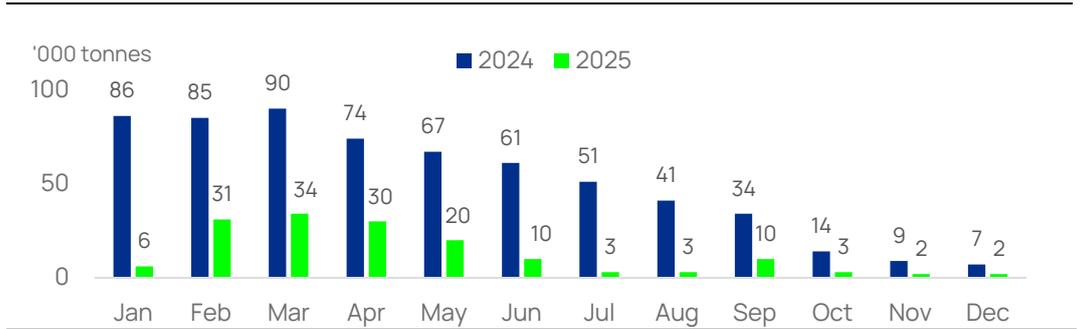
Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

Hình 12: Giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi toàn cầu



Nguồn: FRED, Vietcap

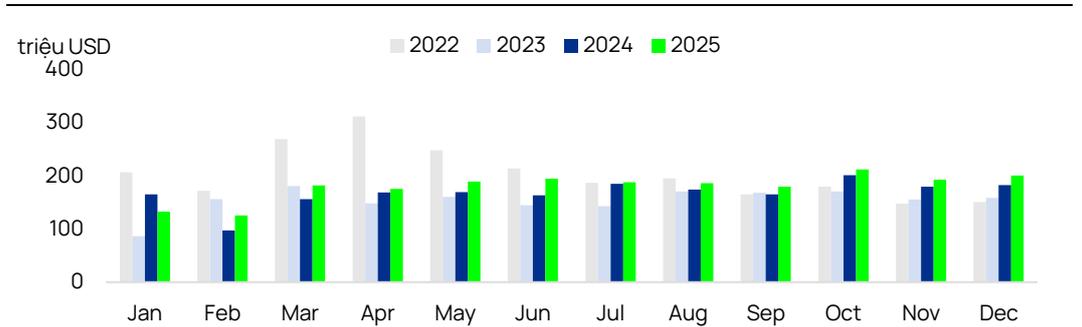
**Hình 13: Lượng cá nguyên liệu tồn kho tại thời điểm cuối tháng**



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

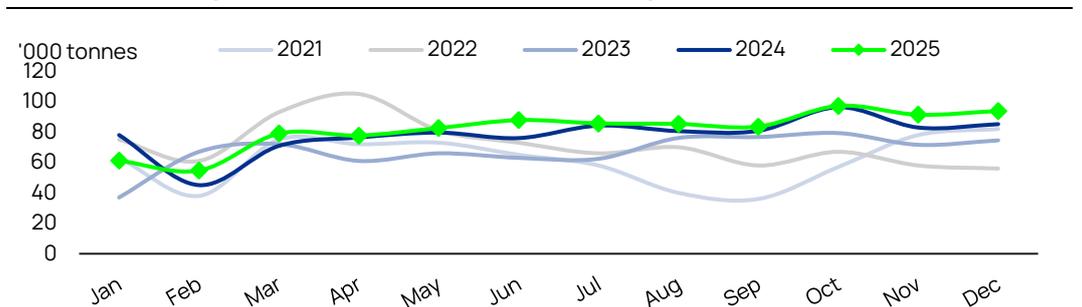
**Thị trường cá tra Việt Nam vẫn duy trì được sức cạnh tranh trong năm 2025 bất chấp những biến động kéo dài trong ngành thủy sản, với sản lượng xuất khẩu tăng 5% YoY, được dẫn dắt bởi các thị trường không trọng điểm (+15% YoY), giúp bù đắp sự sụt giảm từ các thị trường Mỹ, EU và Trung Quốc.**

**Hình 14: Giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam theo tháng**



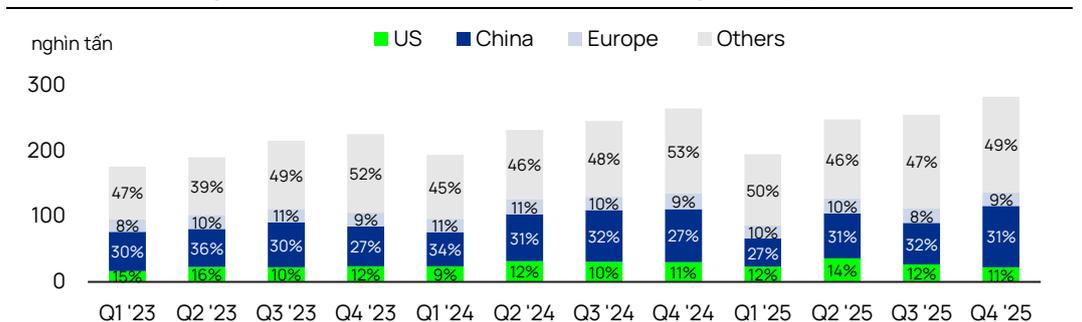
Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

**Hình 15: Sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam theo tháng**



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

**Hình 16: Sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam theo thị trường, theo quý**



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Chúng tôi, Nguyễn Thảo Nguyên & Hoàng Nam, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Phường Sài Gòn, TP. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6  
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)  
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)  
+84 28 8882 6868

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Huỳnh Thị Hồng Ngọc,**  
**Trưởng phòng, ext 138**  
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

#### Dầu khí, Điện và Nước

**Đinh Thị Thùy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

**Anthony Le**  
**Giám đốc**  
**Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 525  
anthony.le@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
**Giám đốc điều hành**  
**Phòng Tư Vấn Đầu Tư**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.