

# CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

## Kì vọng xuất khẩu tiếp tục tươi sáng

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
[quannd@kbsec.com.vn](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

17/12/2024

**Nhu cầu phục hồi tại các thị trường chính giúp KQKD 3Q2024 phục hồi khả quan**

Lũy kế 3Q2024, 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. Dự báo quý 4 tiếp tục đà phục hồi, giúp doanh thu và lợi nhuận đạt lần lượt 12,555 tỷ VNĐ (+ 25% YoY) và 1,102 tỷ VNĐ (+20% YoY), hoàn thành lần lượt 109% và 110% kế hoạch kịch bản cao của doanh nghiệp.

**Chi phí thức ăn chăn nuôi tiếp tục xu hướng giảm từ cuối 2023 đến nay**

Với tỉ lệ tự chủ khoảng 70% cá nguyên liệu và tự sản xuất thức ăn (vốn chiếm khoảng 70% chi phí nuôi cá), giá nguyên liệu đầu chính là bột cá và bã đậu giảm lần lượt 18%/22% so với đầu năm cùng giá bán cải thiện ở hầu hết các thị trường sẽ giúp Vĩnh Hoàn cải thiện biên lợi nhuận gộp lên mức gần 18% (so với mức trung bình 14% trong 9T/2024).

**Giá bán phục hồi ở thị trường Mỹ với nhờ tâm lý cải thiện**

Báo cáo hiệp hội nhà hàng tại Mỹ cho thấy tâm lý lạc quan được cải thiện đáng kể sau cuộc bầu cử tổng thống. Điều này kì vọng sẽ có tác động tích cực đến nhu cầu tiêu thụ cá tra từ Việt Nam.

**Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 78,600 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu là 78,600 VND với tiềm năng tăng giá là 9%, tương đương với mức PER dự phóng cho năm 2025 là 13.4x, cao hơn mức trung bình 5 năm là 8x. Cổ phiếu VHC đã tăng 23% từ đầu năm, phản ánh kì vọng phục hồi đáng kể so với mức nền thấp trong 2023.

## TRUNG LẬP thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND78,600</b>
Tăng/giảm (%)	9%
Giá hiện tại (17/12/2024)	VND 72,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 84,100
Vốn hóa (nghìn tỷ VNĐ/tỷ USD)	16.3/0.65

### Dữ liệu giao dịch

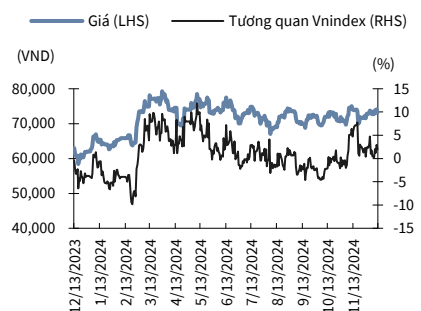
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GDTB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	192.9/7.7
Sở hữu nước ngoài	28.5%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (42.3%)

### Biến động giá cổ phiếu

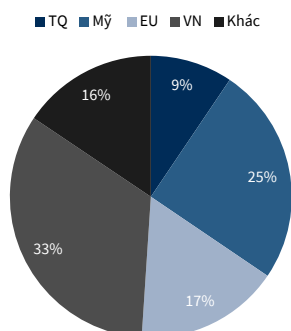
(%)	YTD	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.7	-12.2	-2.7	-5.7
Tương đối	-2.2	-9.2	-0.3	-18.3

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	13,231	10,033	12,555	13,127
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,319	1,118	1,348	1,614
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	1,975	919	1,102	1,315
EPS (VNĐ)	10,771	4,914	4,908	5,858
Tăng trưởng EPS (%)	80	-54	0	19
P/E (x)	8.2	17.6	14.7	12.3
P/B (x)	2.2	1.9	1.9	1.8
ROE (%)	26	11	14	15
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	3.0	0.0	5.5	2.7



## Cơ cấu doanh thu 2023



## 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 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), Vĩnh Hoàn còn tận dụng phụ phẩm trong chế biến cá để sản xuất và kinh doanh các sản phẩm phụ (bột và đầu cá), Collagen & Gelatin.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

## Chú thích

**Xuất khẩu dự báo khả quan tại Mỹ.** Chỉ số nhà hàng NRA cho thấy dấu hiệu tâm lý tích cực trong ngắn và trung hạn, giúp nhu cầu cá thịt trắng tại Mỹ tiếp tục cải thiện

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

**Giá nguyên liệu cho TACN là bả đậu và bột cá giảm khoảng 22%/18% giúp giảm chi phí nuôi cá.** Nhờ tự chủ cao về thức ăn chăn nuôi và cá nguyên liệu, biên lợi nhuận của Vĩnh Hoàn sẽ được cải thiện

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

**Cạnh tranh cao tại Trung Quốc và sự dịch chuyển cơ cấu xuất khẩu từ Nga.** Hiệp hội thủy sản Nga (VARPE) dự phóng xuất khẩu thủy sản Nga sẽ giảm từ 14% xuống 6% trong 4-6 năm tiếp theo.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

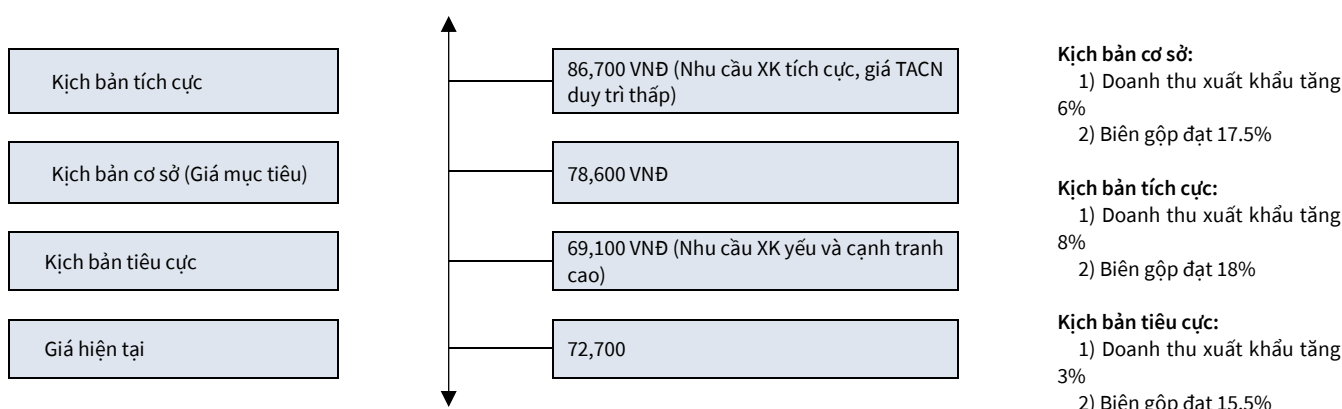
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	12,555	13,122	-	-	12,348	14,064	+2%	-7%
EBIT	1,265	1,613	-	-	1,318	1,694	-4%	-4%
LNST công ty mẹ	1,102	1,315	-	-	1,205	1,533	-8%	-14%

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



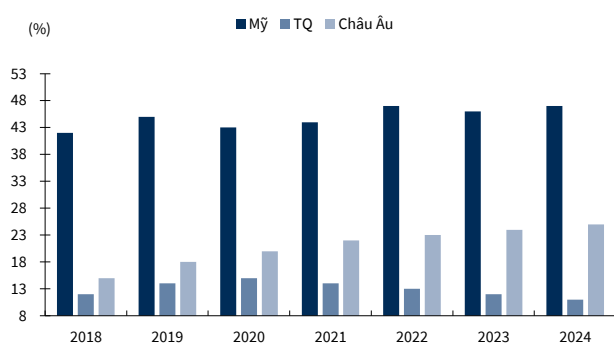
## Hoạt động kinh doanh

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	Q3/2023	Q3/2024	+/-%YoY	9T-2023	9T-2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>2,697</b>	<b>3,277</b>	<b>21.5%</b>	<b>7,643</b>	<b>9,329</b>	<b>22.1%</b>	Doanh thu phục hồi hơn 20% ở hầu hết thị trường, ngoại trừ Trung Quốc tăng trưởng chậm. Giá bán vẫn duy trì ở mức thấp ở hầu hết thị trường
Cá fillet	1,442	1,912	33%	4,328	5,099	18%	
Phụ phẩm	523	448	-14%	1,305	1,345	3%	
Collagen & Gelatin	144	183	27%	506	631	25%	
Hàng GTGT	42	46	10%	102	116	14%	
Bánh phồng và sản phẩm từ gạo	111	177	59%	304	465	53%	
Khác	416	549	32%	1,002	1,628	62%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>284</b>	<b>578</b>	<b>103.1%</b>	<b>1,249</b>	<b>1,314</b>	<b>5.1%</b>	Biên lợi nhuận gộp phục hồi nhờ giá bán cải thiện trong khi chi phí nuôi cá và giá bán phục hồi tương đương cùng kì trong khi sản lượng bán tăng trưởng mạnh.
Biên lợi nhuận gộp	10.6%	17.7%	710 bps	16.3%	14.1%	210 bps	
Thu nhập tài chính	115	56	-51.1%	297	280	-5.8%	Thu nhập tài chính giảm mạnh do nền lãi suất thấp hơn
Chi phí tài chính	45	81	79.3%	185	172	-7.2%	
Quản lý & bán hàng	134	160	19.7%	369	437	18.4%	SG&A tăng 18.4% chủ yếu đến từ giá cước vận chuyển tăng cao do căng thẳng địa chính trị
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	220	393	78.2%	993	986	-0.7%	
Lợi nhuận trước thuế	229	401	75.4%	1,009	1,016	0.6%	
Lợi nhuận sau thuế	200	341	69.8%	883	870	-1.5%	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>190</b>	<b>320</b>	<b>68.2%</b>	<b>849</b>	<b>808</b>	<b>-4.8%</b>	Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ giảm nhẹ so với 2023 chủ yếu do chi phí bán hàng tăng mạnh
Biên LNST	7%	10%	2.7%	11%	9%	-2.4%	

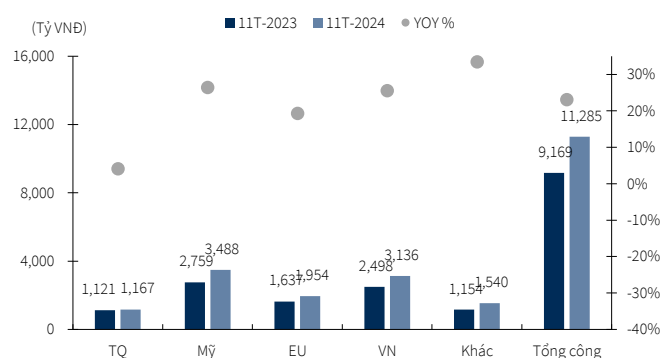
Nguồn: Báo cáo công ty

**Biểu đồ 2. Thị phần của xuất khẩu của Vĩnh Hoàn**



Nguồn: VASEP, KBSV tổng hợp

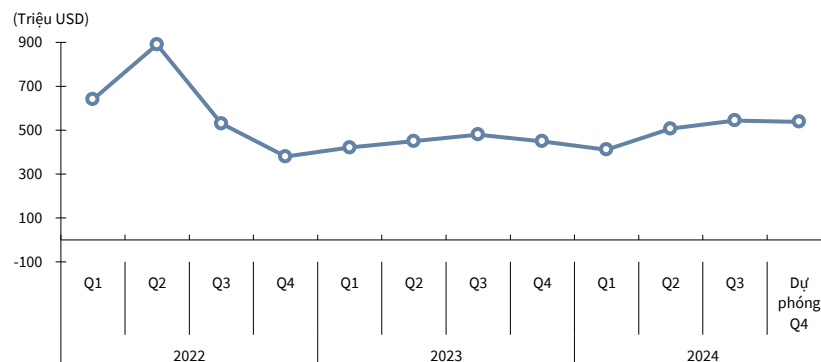
**Biểu đồ 3: Doanh thu của Vĩnh Hoàn và tăng trưởng (% YoY)**



Nguồn: KBSV tổng hợp

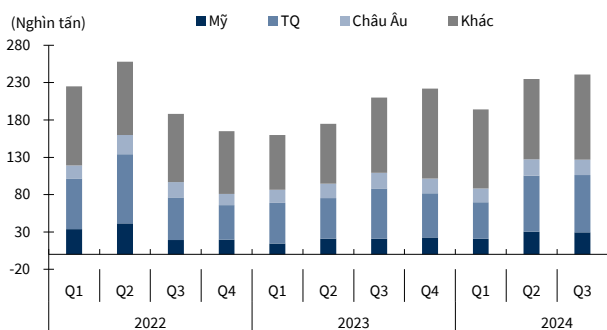
Giá trị xuất khẩu cá tra trong 11T.2024 của Vĩnh Hoàn ước tính tăng 22% YoY, chủ yếu do tăng đến từ thị trường trưởng trên 20% từ Mỹ và các thị trường khác (ngoài EU, Mỹ và TQ). Theo VASEP, xuất khẩu toàn ngành cá tra trong 11T-2024 đạt khoảng 1.8 tỷ USD và hướng tới mục tiêu đạt 2 tỷ USD cả năm, tăng 10-11% so với 2023 nhờ sự tăng trưởng từ thị trường Mỹ và các thị trường khác, ước tính tăng lần lượt +40% và +28% YoY. Trái lại, thị trường Trung Quốc và EU phục hồi thấp hơn tốc độ tăng trưởng chung do cá tra ít có lợi thế cạnh tranh hơn.

**Biểu đồ 4. Giá trị xuất khẩu ngành Cá Tra**



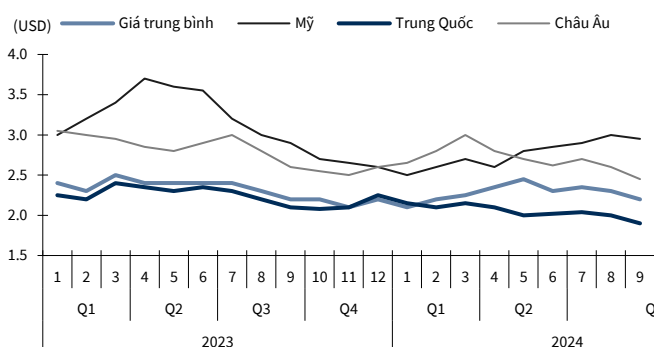
Nguồn: VASEP, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 5. Sản lượng xuất khẩu cá tra**



Nguồn: VASEP, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 6: Giá bán xuất khẩu trung bình toàn ngành (USD/kg)**



Nguồn: VASEP, KBSV tổng hợp

**Triển vọng xuất khẩu cá tra sang các thị trường chính trong trung và dài hạn**

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với thị trường Mỹ, EU và các thị trường khác trong khi dự phóng xuất khẩu sang Trung Quốc có rủi ro giảm do cạnh tranh cao.

Với hệ sinh thái khép kín và đầu tư bài bản giúp đảm bảo các tiêu chuẩn chất lượng, VHC có thể bán được với giá cao hơn tại các thị trường có mức thu nhập và tiêu chuẩn kiểm định cao như Mỹ và EU. Tuy nhiên chúng tôi dự báo thị trường EU sẽ tăng trưởng kém hơn chút do người tiêu dùng vốn ưa chuộng hương vị các loại cá khác hơn (cá tra có hương vị khá trung tính). Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng doanh thu nhập khẩu sang Mỹ và EU sẽ tăng 8%/5% YoY trong 2025 với kì vọng giá bán và sản lượng tăng nhẹ.

Theo dự báo của FAO, tới năm 2030, tiêu thụ thủy sản sẽ đạt 28 triệu tấn trên thế giới dự kiến, tăng 18% so với năm 2018, trong đó thủy sản nuôi sẽ chiếm khoảng 59% lượng tiêu thụ thủy sản, tăng từ 52% vào năm 2018 nhờ lợi thế quy mô và tính bền vững. Đây sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn cho Vĩnh Hoàn.

**Kỳ vọng xuất khẩu sang Mỹ tiếp tục tăng trưởng nhờ giá bán và sản lượng tiếp tục phục hồi**

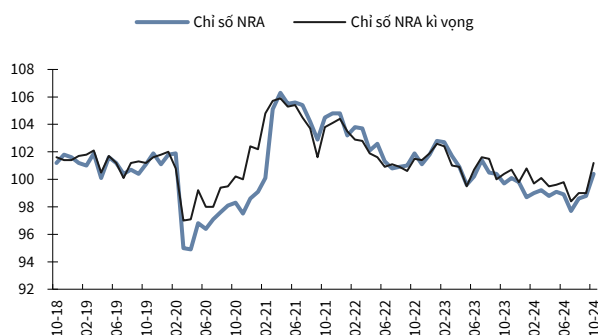
Theo Viện Thủy sản Quốc gia Mỹ (NFI, 2024), cá tra đứng thứ 4 về độ yêu thích trên toàn Mỹ và đứng thứ 3-7 tại các bang. KBSV cho rằng cá tra có lợi thế cạnh tranh tại Mỹ nhờ chi phí rẻ, tỉ lệ sống sót cao hơn đáng kể so với các loại cá thịt trắng và thủy sản khác. Trong bối cảnh rủi ro áp thuế trong nhiệm kỳ tổng thống mới, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp bán lẻ sẽ tăng cường nhập khẩu thêm cá thịt trắng vào Mỹ trong quý 4-2024, giúp duy trì tăng trưởng sản lượng trong quý cuối năm.

**Biểu đồ 7. So sánh giá nhập khẩu các loại cá thịt trắng vào Mỹ**

	Cá tra	Cá Minh Thái	Cá rô phi	Cá tuyết Alaska
Giá bán tại Mỹ trong 9T-2024	2.6-3 USD	2.6-3.2 USD	4.2-5 USD	8-12 USD
Thị phần	18%	NA	13%	5%

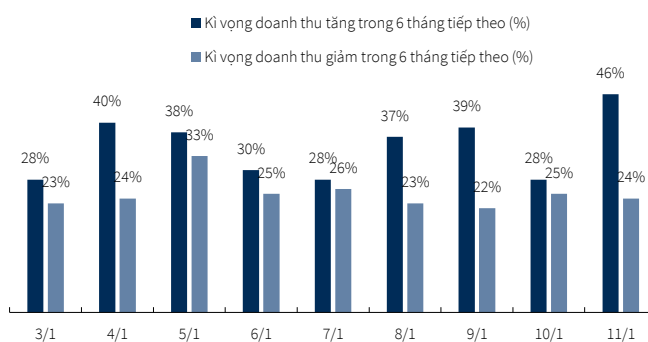
Nguồn: ITC, USD, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 8. Chỉ số nhà hàng Mỹ - NRA**



Nguồn: NRA, Bloomberg

**Biểu đồ 9. Khảo sát tâm lý chủ nhà hàng**



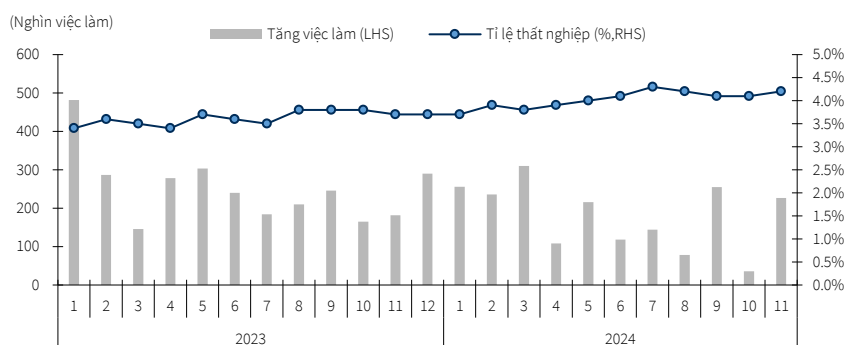
Nguồn: NRA, Bloomberg

**Chỉ số nhà hàng Mỹ cho thấy tâm lý tiêu dùng lạc quan tại Mỹ và kỳ vọng xuất khẩu cá tra tiếp tục tăng trưởng tích cực trong nửa đầu 2025**

Theo hiệp hội nhà hàng Mỹ (NRA), trong khảo sát mới đây nhất, 46% chủ nhà hàng (tăng mạnh so với mức 28% ở tháng trước) cho biết kỳ vọng doanh thu tăng trong 6 tháng tới nhờ sự cải thiện đáng kể từ doanh số trên mỗi cửa hàng báo cáo. Chỉ số NRA hiệu suất và kỳ vọng đã có mức tăng vọt lên trên 100 điểm, cho thấy kỳ vọng khá lạc quan cho 6 tháng tới.

Tuy nhiên, chúng tôi quan điểm thận trọng với triển vọng việc làm tại Mỹ. Tỉ lệ thất nghiệp đã tăng lên mức 4.2%, cao hơn hẳn so với mức nền 2023 trong khi tăng việc làm đang có dấu hiệu chậm và không ổn định trong 2024. Bên cạnh đó, lạm phát vẫn đang dai dẳng ở mức 2.7%, báo hiệu khả năng giảm lãi suất của FED có thể sẽ không nhanh như kỳ vọng.

**Biểu đồ 10. Sức khỏe việc làm tại Mỹ**

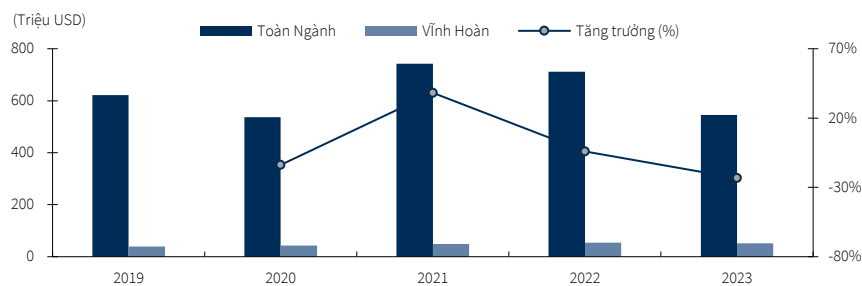


Nguồn: Bộ lao động Mỹ, KBSV tổng hợp

## Triển vọng tại Trung Quốc không quá khả quan

Trong 2023, xuất khẩu thủy sản của Nga sang Trung Quốc đạt 1,21 triệu tấn, gấp đôi so với năm 2022. Tại Trung Quốc, cá Minh Thái là đối thủ cạnh tranh chính của cá Tra Việt Nam với giá bán rẻ hơn, đạt khoảng 1.8 USD/ kg, thấp hơn. Theo WTO, Hainan Xiangtai Fishery, một trong những nhà xuất khẩu cá rô phi lớn nhất của Trung Quốc đang tích cực tham gia vào mảng ứng cá tra để đáp ứng nhu cầu thị trường nội địa tăng cao. Công ty này đã xây dựng trại sản xuất giống, trung tâm nghiên cứu, dây chuyền chế biến, gia tăng hợp tác, đẩy mạnh truyền thông, phát triển đa dạng danh mục sản phẩm với mục tiêu giành thị phần trong chuỗi cung ứng cá tra. Trung Quốc đã nuôi cá tra hơn 7 năm qua, duy trì sản lượng cá thu hoạch mỗi năm khoảng 1,4 triệu tấn, chỉ thấp hơn chút so với sản lượng hàng năm của Việt Nam (1.6- 1.7 triệu tấn). Tổng hợp, chúng tôi dự phóng giá trị xuất khẩu thị trường Trung Quốc giảm 3% trong 2025.

**Biểu đồ 11: Xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc**

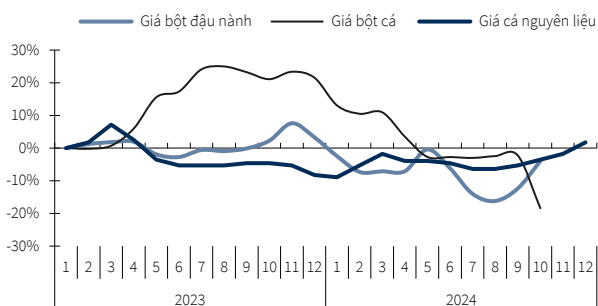


Nguồn: VASEP, VHC, KBSV tổng hợp

## Chi phí nuôi cá giảm giúp tăng biên lợi nhuận trang trại nuôi

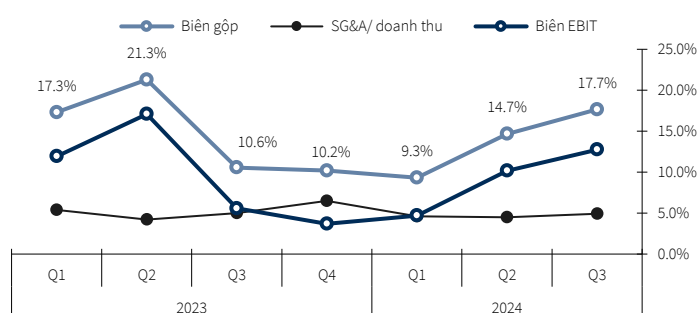
Về đầu vào, giá bã đậu và bột cá đã giảm lần lượt khoảng 4% và 18% so với đầu năm 2024 giúp giảm chi phí và tăng biên lợi nhuận nuôi cá của hộ dân và doanh nghiệp. Giá cá nguyên liệu đã phục hồi theo đà xuất khẩu, đạt từ 27- 28.5 nghìn/kg. Nhờ tự chủ sản xuất thức ăn chăn nuôi, Vĩnh Hoàn hưởng lợi nhờ giá bán cá nguyên liệu như bã đậu nành và bột cá giảm lần lượt 22% và 18% so với đầu năm, giúp cải thiện biên lợi nhuận trang trại nuôi cá. Việc tự chủ 70-75% sản lượng cá nguyên liệu giúp ổn định quy mô chế xuất hàng năm và có thể tăng mua từ các trang trại liên kết nếu nhu cầu tăng. KBSV cho rằng chiến lược này khá hợp lý giúp giảm tổng mức đầu tư và linh hoạt trước sự biến động và tính chu kỳ của ngành và thị trường xuất khẩu. Trong kịch bản cơ sở, KBSV dự phóng **biên lợi nhuận gộp** cải thiện từ mức trung bình 2024 là 15% lên 17.5% trong 2025 nhờ chi phí nuôi cá giảm, giá bán cá duy trì ở mức tương đương cuối năm 2024.

Biểu đồ 12. Thay đổi giá đầu vào TACN cho cá so với 2023



Nguồn: Bloomberg, Wichart

Biểu đồ 13. Biên lợi nhuận và chi phí của Vĩnh Hoàn



Nguồn: VHC, KBSV tổng hợp

### Thị trường nội địa tiềm năng

Vĩnh Hoàn phát triển thương hiệu BASAMaster với các sản phẩm cá basa/tra để thâm nhập vào thị trường nội địa. Kênh phân phối chính chủ yếu được tập trung tại Miền Nam và một số siêu thị lớn trên cả nước như Aeon, Mega Mart,.. Theo quan điểm của KBSV, Vĩnh Hoàn chọn tập trung vào phân khúc cá tẩm ướp sẵn gia vị đóng gói và bán hàng trực tuyến nhằm hướng tập trung vào phân khúc khách hàng bận rộn và có nhu cầu tiêu dùng nhanh nhưng vẫn muốn đảm bảo đầy đủ chất dinh dưỡng. Doanh thu từ trong nước đã tăng trưởng trung bình trên 20% trong giai đoạn 2019-2023, phần nào cho thấy tiềm năng tăng trưởng từ mặt hàng cá đã qua chế biến và tẩm bột.

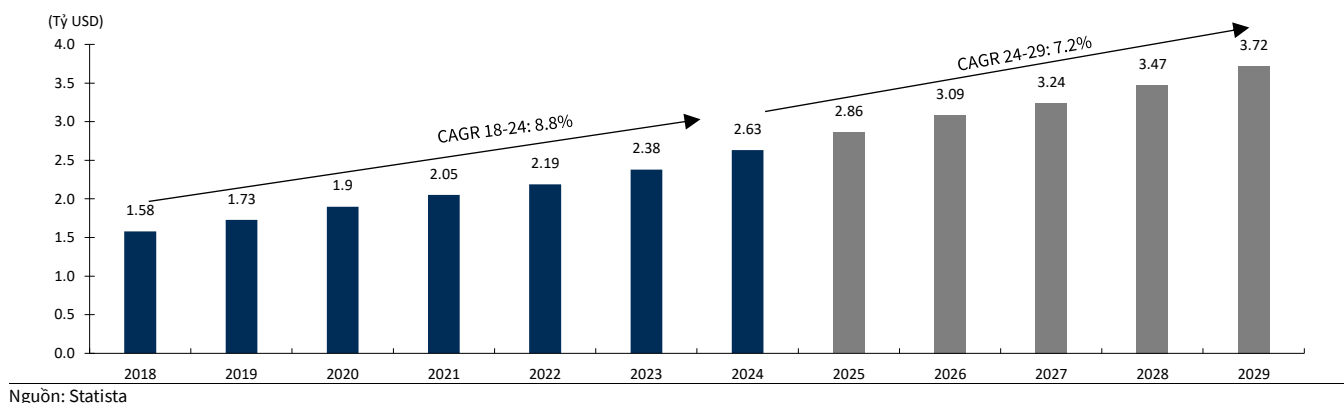
Tiềm năng tăng trưởng tại thị trường nội địa vẫn còn nhiều dư địa khi cá tra là thực phẩm giàu protein và có mức giá rẻ hơn tương đối so với các loại thịt khác khoảng 15-20%. Chúng tôi cho rằng thói quen của thế hệ trẻ có thói quen tiêu dùng nhanh và dễ dàng hơn so với khẩu vị truyền thống (vốn chuộng hàng tươi sống).

Biểu đồ 14. Danh mục sản phẩm của BasaMaster

Cá tẩm bột sốt Tartar	Cá cắt lát tẩm gia vị	Chả cá viên	Cá cắt hoa tẩm bột	Cá tẩm bột Popcorn
Cá phi lê	Cá cắt khoanh	Cá một nắng	Chả cá sốt cay	Tàu hũ cá phô mai

Nguồn: BASAMaster

Biểu đồ 15. Quy mô thị trường thủy sản qua chế biến ở Việt Nam



## Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 16. Dự phóng KQKD 2024

(tỷ VND)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	10,033	12,555	25.1%	13,122	4.5%	Dự phóng doanh thu xuất khẩu phục hồi nhẹ, phản ánh rủi ro ở thị trường Trung Quốc
Lợi nhuận gộp	1,493	1,883	26.1%	2,296	21.9%	
Biên lợi nhuận gộp	14.9%	15.0%	+12bps	17.5%	+250bps	Biên lợi nhuận gộp 2025 phục hồi lên mức tương đương giai đoạn cuối 2024
Thu nhập tài chính	377	336	-10.8%	299	-11.1%	
Chi phí tài chính	229	253	10.5%	306	20.9%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	1	1	22.2%	0	-	
SG&A	524	619	18.2%	676	9.1%	
Lợi nhuận trước thuế	1,145	1,386	21.1%	1,645	18.7%	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
Biên LNNT	11.4%	11.0%	-37bps	12.5%	+150bps	
Lợi nhuận sau thuế	974	1,213	24.5%	1,427	17.6%	
LN sau thuế công ty mẹ	919	1,102	19.8%	1,315	19.3%	
Biên LNNT	9.2%	8.7%	-36bps	10.0%	+125bps	

Nguồn: VHC, KBSV dự phóng

### Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 78,600 VND

Chúng tôi định giá cổ phiếu VHC sử dụng phương pháp FCFE kết hợp với định giá P/B mục tiêu là 1.7, tương đương mức trung bình 5 năm quá khứ do ngành cá tra xuất khẩu có tính chu kỳ cao. Với tỉ trọng hai phương pháp là 50:50, giá mục tiêu cho 2025 là **78,600 VND**, cao hơn 9% so với giá đóng cửa ngày 17/12/2024. Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với VHC.



**Bảng 17. Dự báo FCFF và các giả định**

Beta	1.1	Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 2025-2029 (Tỷ VNĐ)	6,766
Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	12,052
Chi phí vốn chủ	13.4%	<b>Tổng giá trị hiện tại (Tỷ VNĐ)</b>	<b>18,819</b>
Phần bù rủi ro	7.9%	Nợ ròng (Tỷ VNĐ)	447
Chi phí lãi vay	5.4%	Cổ đông không kiểm soát (Tỷ VNĐ)	355
Tăng trưởng dài hạn	2.0%	<b>Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)</b>	<b>19,716</b>
<b>WACC</b>	<b>12%</b>	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	224.5
		<b>Giá trị VCSH/ cổ phiếu</b>	<b>87,800</b>

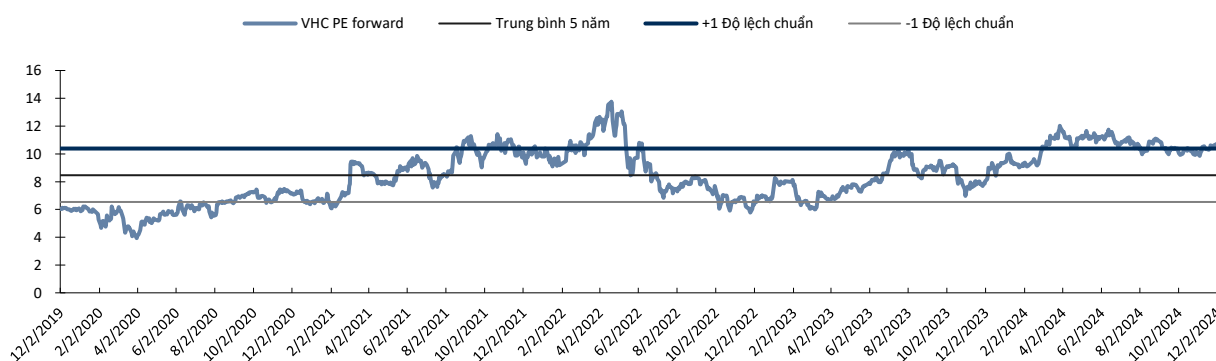
Nguồn: KBSV tính toán

**Bảng 18. Phương pháp định giá**

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFF	87,800	50%	43,900
P/B mục tiêu 1.7 lần	69,500	50%	34,750
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>78,600</b>

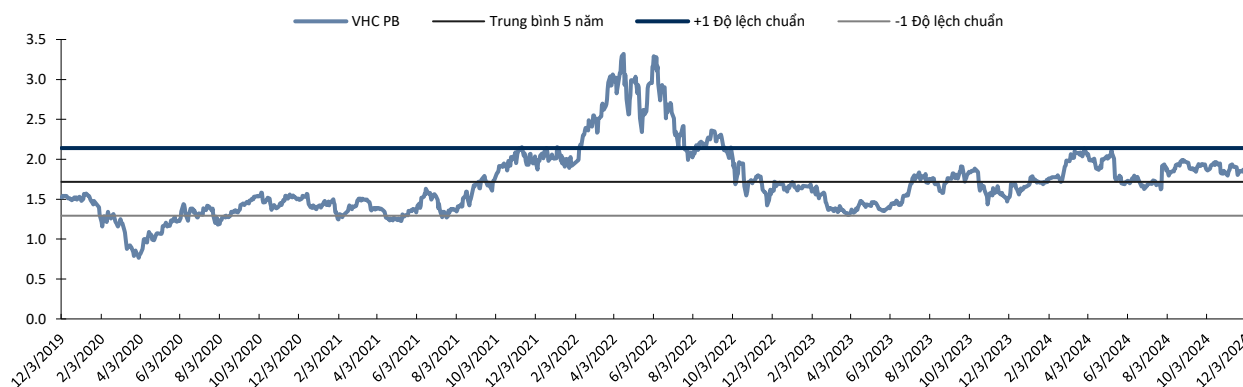
Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 17. Diễn biến P/E của VHC giai đoạn 2019-2024**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 18. Diễn biến P/B của VHC giai đoạn 2019-2024**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	13,231	10,033	12,555	13,122
Giá vốn hàng bán	10,255	8,540	10,672	10,826
Lãi gộp	2,976	1,493	1,883	2,296
Doanh thu tài chính	434	377	336	299
Chi phí tài chính	370	229	253	306
Gồm: Chi phí lãi vay	97	133	77	170
Lãi/(lỗ) liên doanh	0	1	1	0
Chi phí bán hàng	349	216	318	328
Chi phí quản lý DN	372	308	301	348
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	2,319	1,118	1,348	1,613
Lãi/(lỗ) khác	4	27	37	32
Lãi/(lỗ) trước thuế	2,323	1,145	1,386	1,645
Thuế doanh nghiệp	297	167	178	219
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,013	974	1,213	1,427
Lợi ích của cổ đông thiểu số	38	55	111	112
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	1,975	919	1,102	1,315

Chỉ số hoạt động	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.5%	14.9%	15.0%	17.5%
Tỷ suất EBITDA	19.8%	24.1%	23.5%	26.5%
Tỷ suất EBIT	16.3%	20.1%	19.9%	22.6%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	17.6%	11.4%	11.0%	12.5%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	17.5%	11.1%	10.7%	12.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.9%	9.2%	8.8%	10.0%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	2,323	1,145	1,386	1,645
Khấu hao TSCĐ	327	402	452	505
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-71	-165	-336	-299
Chi phí lãi vay	97	133	77	170
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,676	1,516	1,579	2,022
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-200	719	-568	-13
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-1,265	-856	769	-24
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	334	-352	272	21
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-23	19	-150	6
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	83	-499	-378	-534
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động sản xuất kinh doanh	1,604	547	1,524	1,478
Tiền mua bán tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,131	-677	-527	-563
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	10	4	9	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,265	-3,552	-725	-404
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,792	3,291	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	-1	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	67	140	336	299
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	-1,528	-793	-908	-668
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	154	57	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	10,279	11,256	2,726	2,707
Tiền trả các khoản đi vay	-9,782	-11,385	-2,259	-2,668
Cổ tức đã trả	-367	0	-898	-449
Tiền lãi đã trả	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	284	-73	-431	-410
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	360	-319	186	400
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	195	553	233	419
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	555	234	419	818

Nguồn: VHC, KBSV

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tổng tài sản	11,583	11,943	12,734	13,632
Tài sản ngắn hạn	7,640	7,888	8,631	9,471
Tiền & tương đương tiền	553	233	419	818
Đầu tư ngắn hạn	1,768	2,069	2,794	3,198
Khoản phải thu	2,502	1,823	2,424	2,437
Hàng tồn kho	2,818	3,763	2,994	3,018
Tài sản dài hạn	3,943	4,054	4,104	4,161
Khoản phải thu dài hạn	227	218	219	219
Tài sản cố định	2,824	3,383	3,451	3,502
Tài sản dở dang dài hạn	566	160	175	217
Đầu tư dài hạn	66	67	68	68
Lợi thế thương mại	261	225	190	155
Nợ phải trả	3,889	3,351	3,939	3,991
Nợ ngắn hạn	3,698	3,233	3,867	3,919
Phải trả người bán	448	309	490	494
Vay ngắn hạn	2,214	2,157	2,668	2,707
Các khoản nợ khác	1,037	767	709	718
Nợ dài hạn	191	119	72	72
Vay dài hạn	175	102	58	58
Nợ dài hạn khác	16	17	14	14
Vốn chủ sở hữu	7,694	8,591	8,795	9,642
Vốn góp	1,834	1,870	2,245	2,245
Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
Lãi chưa phân phối	5,426	6,213	5,932	6,666
Vốn đầu tư phát triển	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	171	244	355	466

Chỉ số chính (x,%,VND)				
Chỉ số định giá				
P/E	8.2	17.6	14.7	12.3
P/E pha loãng	8.2	17.6	14.7	12.3
P/B	2.2	1.9	1.9	1.8
P/S	1.2	1.6	1.3	1.2
P/Tangible Book	2.2	2.0	2.0	1.8
EV/EBITDA	6.3	11.8	9.1	7.0
EV/EBIT	7.2	16.7	12.4	9.2
Hiệu quả quản lý				
ROE%	26%	11%	14%	15%
ROA%	17%	8%	10%	11%
ROIC%	20%	9%	11%	11%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.1	0.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.7	1.7	2.0	2.0
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.1	2.1	2.4	2.4
Vốn vay dài hạn/VCSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay dài hạn/TTS	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/VCSH	0.2	0.2	0.2	0.2
Vốn vay ngắn hạn/TTS	0.2	0.2	0.1	0.2
Công nợ ngắn hạn/VCSH	0.3	0.3	0.2	0.2
Công nợ ngắn hạn/TTS	0.2	0.2	0.2	0.2
Tổng công nợ/VCSH	0.3	0.3	0.2	0.2
Tổng công nợ/TTS	0.2	0.2	0.2	0.2
Chỉ số hoạt động				
Vòng quay phải thu	5.3	5.5	5.2	5.4
Vòng quay HTK	3.6	2.3	3.6	3.6
Vòng quay phải trả	12.9	6.6	10.5	6.4

## 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

quannnd@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

anhhd@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

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

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](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://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)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
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 và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và 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 và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.