

**+ Vài nét về doanh nghiệp**

CTCP Nam Việt (ANV) được thành lập năm 1993, tiền thân là Công ty TNHH Nam Việt, hoạt động trong lĩnh vực xây dựng dân dụng và công nghiệp. Năm 2000, Công ty mở rộng phạm vi kinh doanh sang lĩnh vực chế biến thủy sản, khởi đầu là xí nghiệp thủy sản Mỹ Quý, và sau này phát triển thêm mảng sản xuất điện mặt trời.

**THỊ TRƯỜNG TRUNG QUỐC NHIỀU BIẾN ĐỘNG**

**ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP**

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với mức giá mục tiêu là **15.192 đồng/cp**, tương ứng P/E 47,5x trong bối cảnh thị trường xuất khẩu cá tra gặp nhiều khó khăn ở thị trường Trung Quốc.

**CẬP NHẬT KQKD:**

Trong 9T/2024, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của ANV đạt lần lượt là 3.550 tỷ VND (tăng 6,7% yoy) và 42 tỷ VND (tăng 0,28% yoy). Trong đó, mảng thành phẩm có DTT và LNG tăng lần lượt là 7% và 25% yoy. Nguyên nhân chính là do giá cá tra xuất khẩu sang thị trường chủ đạo Trung Quốc giảm tương đối từ 9-21% yoy ở các tháng, đồng thời giá TACN giảm từ 13-18% yoy, khiến tăng trưởng lợi nhuận cao hơn đáng kể so với doanh thu.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Thị trường Trung Quốc tiếp tục khó khăn.** Tiêu dùng tại nước này được dự báo sẽ vẫn ở mức thấp hoặc tăng trưởng chậm, người dân có xu hướng chuyển sang tiêu dùng các loại sản phẩm giá rẻ, đây sẽ là cơ hội cho cá tra thay thế các loại thủy sản đất liền khác. Tuy nhiên, các nhà xuất khẩu cá tra cũng phải đối mặt với nguy cơ hạ giá sản xuất mới có thể đưa vào được thị trường Trung Quốc. Bên cạnh đó, cá tra cũng phải cạnh tranh với cá minh thái Nga do các sản phẩm này chuyển hướng nhập khẩu vào Trung Quốc nhiều hơn khi bị cấm vận ở phương Tây.

**Thị trường Mỹ có nhiều tín hiệu tích cực.** Nhu cầu ở thị trường Mỹ được dự báo sẽ tiếp tục tăng khi tồn kho các da trơn vẫn ở mức thấp và cá tra được tăng lợi thế cạnh tranh khi cá thịt trắng từ Nga bị cấm vận ở Mỹ và chịu mức thuế cao ở EU.

**Giá các loại ngũ cốc đang có xu hướng đi ngang và có thể tăng nhẹ từ năm 2025.** Dự báo tồn kho ngũ cốc sẽ bắt đầu giảm nhẹ trong năm 2025 do sản lượng của các nước Tây Âu bị ảnh hưởng bởi thời tiết, tuy nhiên sản lượng ở thị trường Mỹ vẫn được dự báo tăng trong thời gian tới. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng đã giảm giá nguyên liệu sẽ không còn mạnh mẽ như nửa đầu năm 2024.

**Giá cước vận tải tăng cao sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xuất khẩu sang Mỹ và EU.** Chi phí vận tải được dự báo sẽ vẫn ở mức cao và tiếp tục tăng. Do cuối năm bước vào mùa cao điểm và thời tiết chuyển sang La Nina sẽ gây nhiều bão ở khu vực Đại Tây Dương khiến việc vận chuyển bị trì hoãn.

Chi tiêu tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng DT	1,6%	40,1%	-9,3%	13,0%	-4,5%
Tăng trưởng LNST	-36,3%	423,3%	-94,2%	63%	-27,2%
Nợ/TTS (%)	41,9%	35,2%	37,7%	14,8%	9,3%
TS LN gộp (%)	15,8%	27,3%	10,1%	10,4%	10,6%
ROE – TTM (%)	5,5%	23,4%	1,4%	1,5%	1,1%
EPS - TTM (đồng)	1.013	5.300	293	320	175

**Khuyến nghị**

**TRUNG LẬP**

Giá mục tiêu	<b>15.192</b>
Tiềm năng tăng giá	-15%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	-15%

**Thông tin cổ phiếu**

Phân ngành	Thủy sản
Thị giá (05/11/2024)	33,4
Biến động 1 năm	27,3 – 35,5
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	1.512.704
Vốn hóa (Tỷ đồng)	4.446,47
P/E	70,91x
P/B	1,53x
%NN sở hữu	1,2%

**Diễn biến giá**



	3T	6T	12T
<b>ANV</b>	-1%	12,1%	2,2%
<b>VNindex</b>	3,4%	15,6%	16,3%

**Tỷ lệ sở hữu**

Chủ tịch và người liên quan	33,41%
Quý ngoại	0%

**Chuyên viên phân tích**

Phạm Thu Hoàng

[pthuong@vcbs.com.vn](mailto:pthuong@vcbs.com.vn) - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

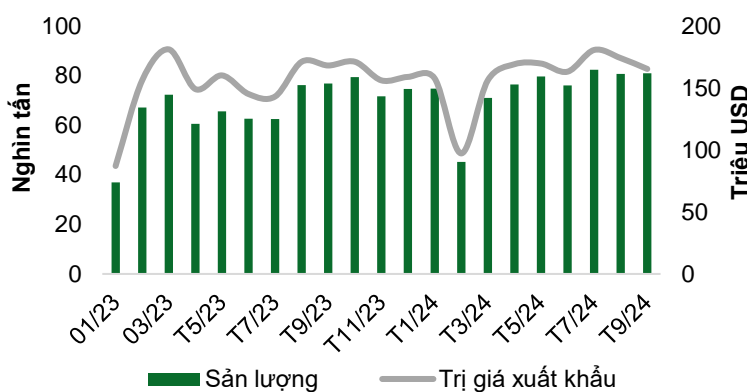
Bloomberg: VCBS <GO>

## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH NGÀNH CÁ TRA

**Xuất khẩu cá tra tăng có nhiều tín hiệu tích cực ở thị trường Mỹ, song ị ạch ở thị trường Trung Quốc**

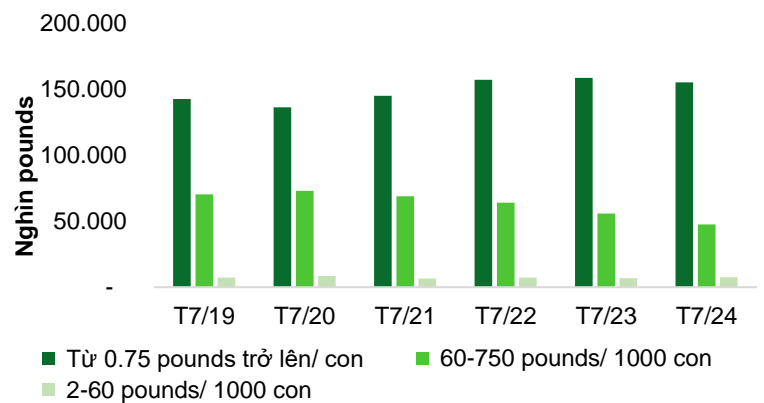
Trong 9T/2024, tổng sản lượng và giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam đạt lần lượt là 666 nghìn tấn (tăng 15% yoy) và 1.432 triệu USD (tăng 5% yoy). Trong đó động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường Mỹ với sản lượng và trị giá xuất khẩu tăng lần lượt là 38% và 24% yoy, do hàng tồn kho cá da trơn ở Mỹ giảm từ 2-15% yoy ở các loại kích cỡ khác nhau khiến nhu cầu nhập khẩu tăng cao. Thị trường Trung Quốc có sản lượng tăng nhẹ 8% yoy, tuy nhiên trị giá giảm 8% yoy, do tình hình kinh tế ở Trung Quốc suy yếu trong nửa đầu năm khiến tiêu dùng sụt giảm, các đơn hàng phải giảm giá mạnh mới có thể đưa vào thị trường Trung Quốc.

**Hình 1: Sản lượng và trị giá xuất khẩu cá tra của Việt Nam 9T/2024**



Nguồn: Agromonitor

**Hình 2: Tồn kho cá da trơn ở Mỹ tính đến thời điểm giữa năm**

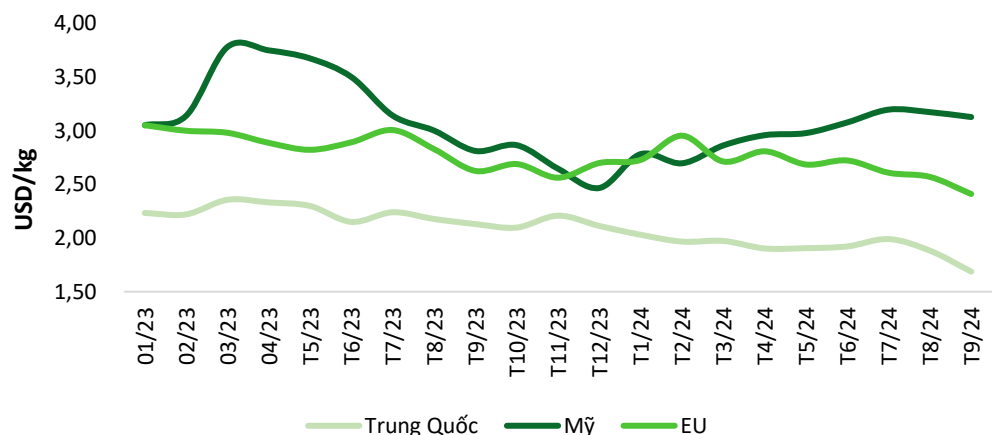


Nguồn: USDA

**Giá cá tra xuất khẩu phục hồi ở thị trường Mỹ và sụt giảm tại thị trường Trung Quốc**

Giá cá tra xuất khẩu sang thị trường Mỹ phục hồi rõ rệt trong năm 2024, với mức tăng từ 1-13% mom trong 9 tháng đầu năm, cho đến thời điểm tháng 9/2024 giá cá tra xuất sang Mỹ đạt 3,13 USD/kg (tăng 11% yoy). Giá cá tra xuất khẩu sang Mỹ tăng mạnh nhất vào thời điểm quý 2, do Mỹ có hai đợt thu mua mạnh ở tháng 5 và tháng 7 để phục vụ cho chương trình hỗ trợ dinh dưỡng trẻ em, đồng thời kinh tế khó khăn và lệnh cấm cá minh thái Nga cũng khiến người dân chuyển hướng tiêu dùng sang nguồn thủy sản giá rẻ như cá tra.

**Hình 3: Giá cá tra xuất khẩu tại các thị trường**



Nguồn: Agromonitor

Giá xuất khẩu cá tra sang thị trường TQ bình quân 9 tháng đầu giảm 14% yoy, cho tới thời điểm tháng 9/2024 giá xuất khẩu sang thị trường này đạt 1,69 USD/kg (giảm 21% yoy). Nguyên chủ yếu do nền kinh tế nước này trở nên suy yếu và có dấu hiệu giảm phát đầu năm khiến tiêu dùng sụt giảm, các đơn hàng muốn nhập khẩu vào thị trường TQ cũng phải giảm giá mạnh.

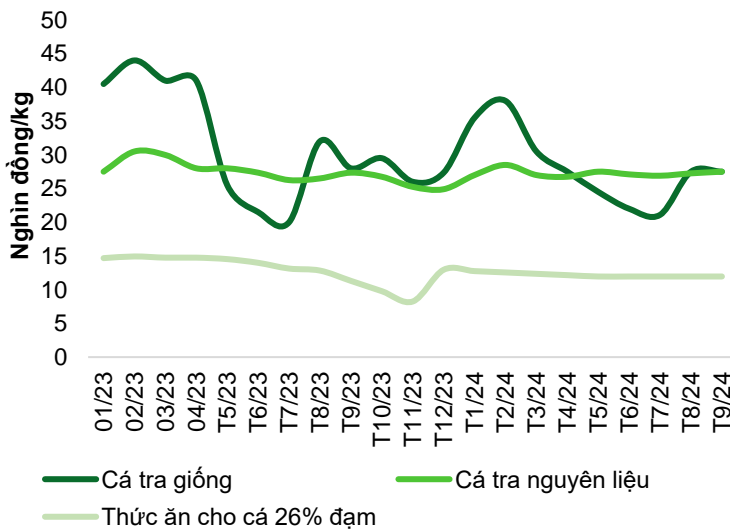
**Chi phí nguyên liệu đầu vào và cước vận tải chuyển sang xu hướng tăng.**

Giá cá giống tăng mạnh khoảng 30% mom đạt mức bình quân 35.500 VND/kg sau dịp Tết Nguyên Đán, do nhu cầu thả nuôi cao trong khi nguồn cung giống đang thấp, sau đó giảm dần ở quý 2 từ 4-20% mom do bước vào mùa thuận thiên nguồn cung trở nên dồi dào hơn, đồng thời các ao nuôi đã được lấp đầy công suất nên các công ty và hộ chăn nuôi chưa muốn nhập thêm. Sang quý 3, giá cá giống có tăng nhẹ về mức 27.500 VND/kg, do một số ao nuôi nhiễm bệnh nên nhu cầu thả nuôi quay trở lại để bù đắp nguồn cá đã chết, tuy nhiên nhu cầu nhập cá giống không mạnh như ở đầu năm do lo ngại thời tiết xấu và dịch bệnh lây lan.

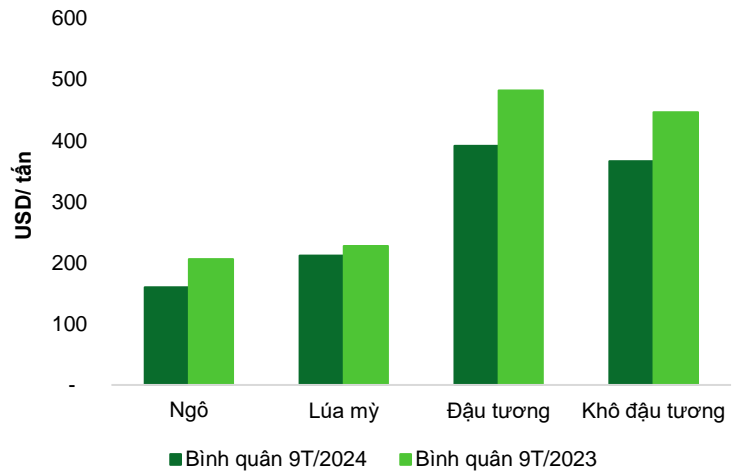
Giá cá tra nguyên liệu duy trì ổn định quanh mức 26.750-28.500 VND/kg (bình quân giảm 2% yoy), do các doanh nghiệp kiểm soát tốt nguyên liệu tồn kho, ở nửa đầu năm các đơn hàng từ TQ sụt giảm kéo theo nhu cầu nhập cá nguyên liệu của các doanh nghiệp giảm nhẹ.

Giá thức ăn cho cá bình quân giảm 12% yoy, do giá bình quân các loại ngũ cốc giảm từ 7-22% yoy.

**Hình 4: Biến động giá nguyên liệu đầu vào**

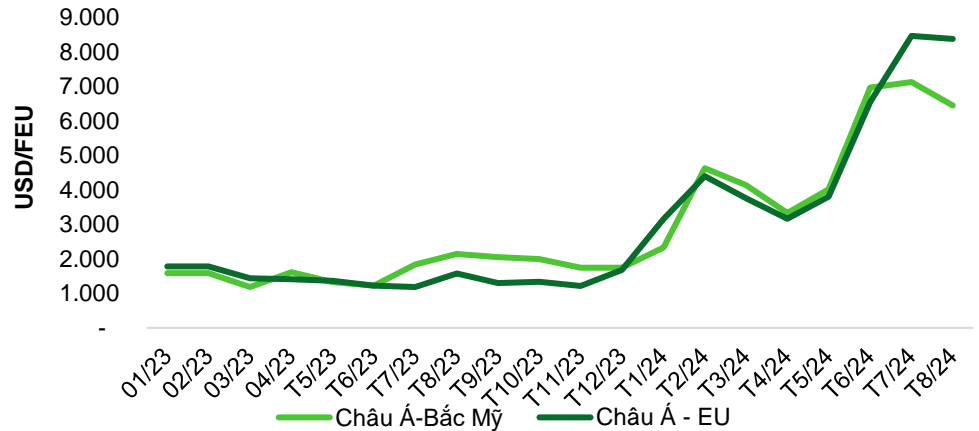


**Hình 5: Giá các loại ngũ cốc so với cùng kỳ**



*Nguồn: Agromonitor*

Ngoài ra, chi phí cước tàu tăng gấp 2-6 lần so với năm trước trong 3Q/2024, do các cảng thẳng ở Biển Đỏ khiến quãng đường vận chuyển từ Châu Á sang Mỹ và EU dài hơn, đồng thời mùa cao điểm cùng hiện tượng thời tiết xấu ở Mũi Hảo Vọng cũng khiến tình trạng thiếu tàu và hoãn chuyển xảy ra thường xuyên.

**Hình 6: Biến động giá cước vận tải**


Nguồn: Agromonitor

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

### Cập nhật KQKD 9T2024

Tiêu chí (tỷ VND)	Q3.2023	Q3.2024	% YOY	Luỹ kế 9T2023	Luỹ kế 9T2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	1.099	1.341	22%	3.328	3.550	7%	Trong nửa đầu năm, sản lượng xuất khẩu cá tra giảm mạnh đặc biệt là trong tháng 3 vì sụt giảm nhu cầu tại thị trường xuất khẩu chủ đạo – TQ. Tình hình chỉ được cải thiện kể từ đầu quý 3 khi thị trường này ấm lên đôi chút với giá trị xuất khẩu tăng từ 1-8% yoy và thị trường Mỹ ghi nhận mức nhập khẩu mạnh hơn trong bối cảnh tồn kho sụt giảm.
-Thành phẩm	1.073	1.314	22%	3.253	3.476	7%	
-Điện mặt trời	26	27	4%	82	84	2%	
-Công trình xây lắp				3	2	-30%	
LNST	1	28	2700%	42,37	42,49	0,28%	Biên lợi nhuận ròng trong 9T/2024 giảm 6% yoy do tổng giá trị xuất khẩu giảm 1,3% yoy, trong đó trị giá xuất khẩu sang TQ giảm mạnh 14% yoy, do nhu cầu suy yếu kéo theo giá cá tra xuất khẩu sang thị trường này giảm liên tục từ 3-10% mom. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay, bán hàng và quản lý DN tăng 12-37% yoy khiến biên lợi nhuận ròng bị thu hẹp
Biên ròng	0.09%	2%	2122%	1,27%	1,19%	-6%	

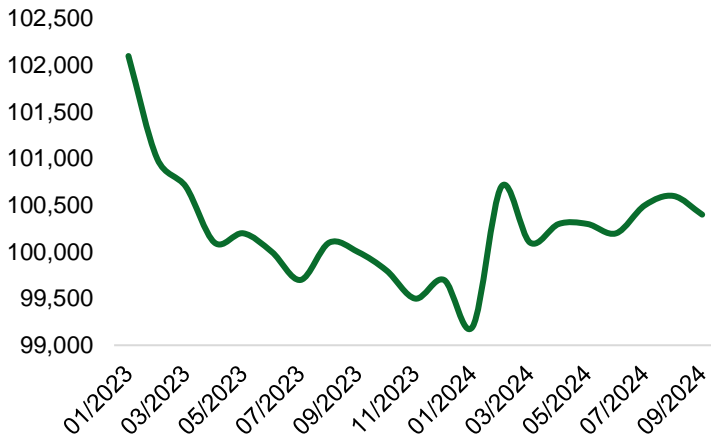
## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Sản lượng tiêu thụ tại Trung Quốc được kỳ vọng ổn định, song giá bán được dự báo tiếp tục giảm trước áp lực từ giảm chi tiêu của người dân và cạnh tranh với cá minh thái Nga.**

**Sức mua của người tiêu dùng Trung Quốc đang sụt giảm**, được phản ánh qua chỉ số giá tiêu dùng trong 9T đầu năm ở Trung Quốc - tăng trưởng chậm ở mức dưới 1% mom, thấp hơn nhiều so với các nước phương Tây, như Mỹ - tăng trưởng khoảng 3% mom. Các chuyên gia tiếp thị hải sản Trung Quốc cũng dự đoán, nhập khẩu hải sản của TQ sẽ giảm và cảnh báo các nhà xuất khẩu sẽ phải chấp nhận giá bán thấp hơn nếu muốn giữ thị phần khi người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu. Kênh tiêu thụ sẽ chủ yếu tập trung tại các chuỗi cửa hàng ăn uống nhanh (đang mở rộng mạnh ở thị trường TQ) phục vụ chủ yếu các nguồn cá giá rẻ như cá tra, cá rô phi, cá lóc.

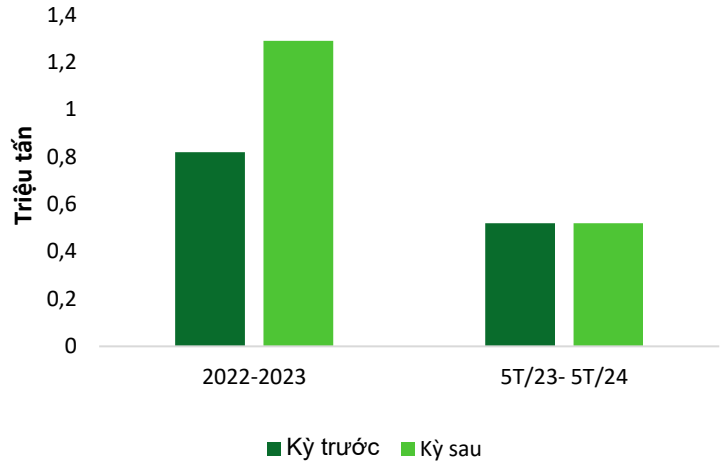
Cá tra cũng sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh mạnh mẽ với cá minh thái Nga, khi sản phẩm này đang chịu lệnh cấm và mức thuế cao ở thị trường phương Tây nên các nhà xuất khẩu Nga chuyển hướng sang thị trường TQ. Trong 8T/2024, TQ trở thành điểm đến của hơn 1 nửa lượng xuất khẩu thủy sản của Nga (hình 8), cơ quan giám sát an toàn thực phẩm của nước này cũng đang nỗ lực tăng số lượng doanh nghiệp được cấp phép xuất khẩu hải sản sang Trung Quốc và mở rộng đối ngoại về an toàn thực phẩm với Trung Quốc.

**Hình 7: CPI của Trung Quốc có dấu hiệu trì trệ, báo hiệu cho mức tiêu dùng sụt giảm**



Nguồn: CEIC

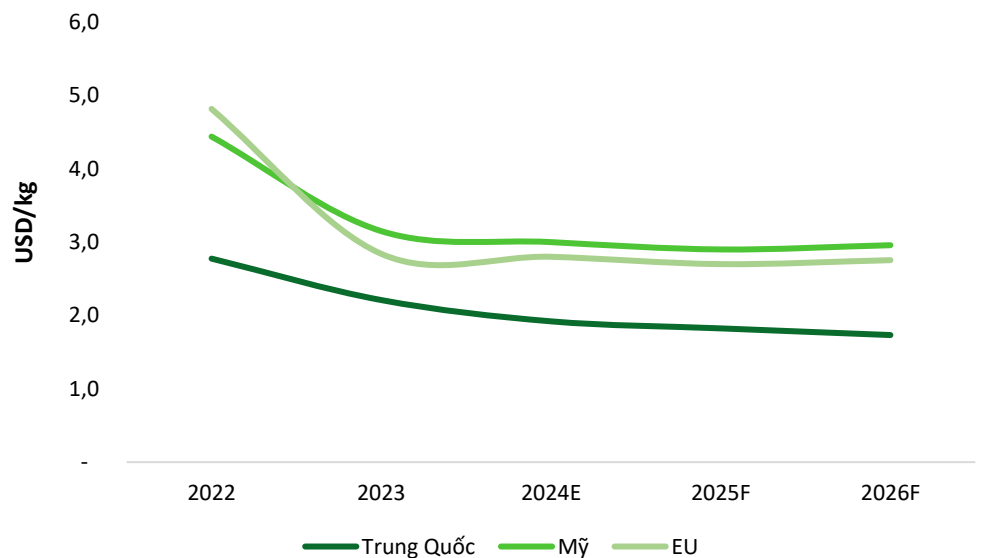
**Hình 8: Tình hình nhập khẩu cá từ Nga của Trung Quốc**



Nguồn: VCBS tổng hợp

Chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu cá tra sang TQ của ANV trong năm 2024 và 2025 sẽ đạt lần lượt là 807 và 790 tỷ VND (giảm 11% và 2% yoy).

**Hình 9: Dự phóng giá xuất khẩu cá tra sang các thị trường**



Nguồn: VCBS tổng hợp và dự báo

**Thị trường Mỹ có nhiều tín hiệu tích cực cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra.**

Tồn kho cá da trơn Mỹ ở mức thấp, đồng thời các dịp lễ Giáng sinh và năm mới ở phương Tây đang đến gần sẽ tạo động lực thúc đẩy việc nhập khẩu cá tra ở thị trường

này. Tính đến tháng 7/2024, tồn kho cá da trơn của Mỹ với các kích cỡ khác nhau giảm từ 2-15% yoy (Hình 2).

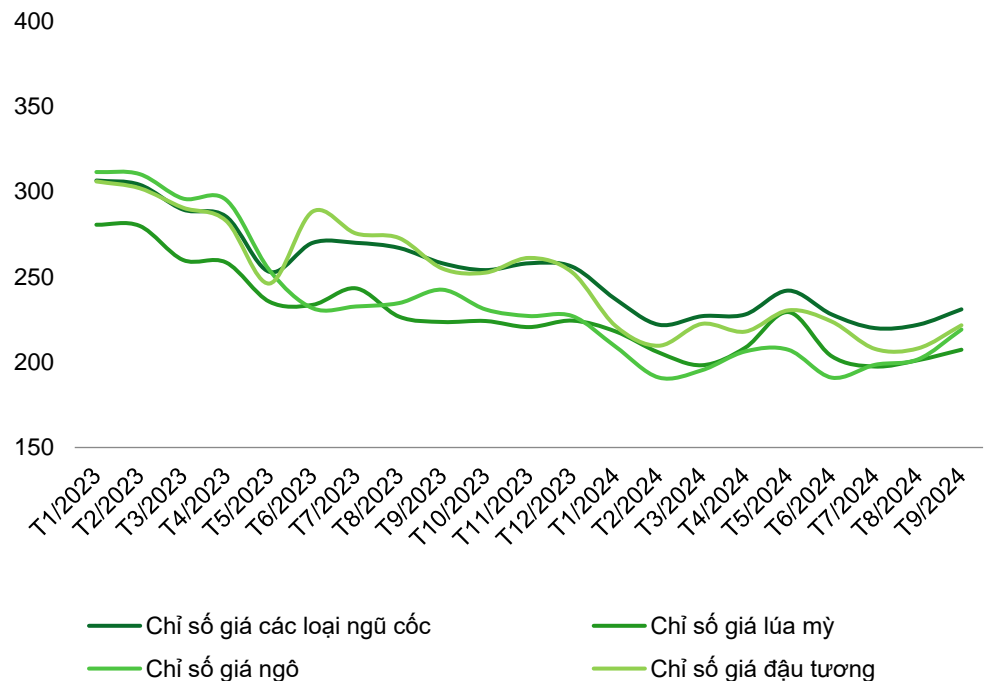
Bên cạnh đó, lợi thế cạnh tranh của cá tra ở thị trường phương Tây được cải thiện, nhờ việc Mỹ tiếp tục áp dụng lệnh trừng phạt khắt khe lên các sản phẩm thủy sản đến từ Nga, và các nước châu Âu cũng áp dụng mức thuế suất cao (khoảng 13,7%) lên các mặt hàng cá minh thái Nga.

**Dự báo, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ của ANV trong năm 2024 và 2025 sẽ đạt lần lượt là 202 và 236 tỷ VND (tăng 12% và 17% yoy).**

**Chi phí nguyên liệu TACN và vận tải có thể gây áp lực lên BLN của các doanh nghiệp cá tra trong thời gian tới.**

Chỉ số giá các loại ngũ cốc tại thời điểm tháng 9/2024 giảm từ 7-13% so với cùng kỳ năm trước. Theo dự báo của USDA, sản lượng ngũ cốc toàn cầu trong vụ 2023/2024 sẽ tăng 3,4% yoy nhờ điều kiện thời tiết ở Mỹ khá thuận lợi, điều này sẽ giúp **giá ngũ cốc tiếp tục duy trì ở mức thấp** cho đến cuối năm nay. Tuy nhiên, **đà giảm sẽ bị hạn chế hoặc đảo chiều tăng nhẹ trong năm 2025** do lo ngại tình hình thời tiết khô hạn ở Tây Âu ảnh hưởng đến mùa vụ.

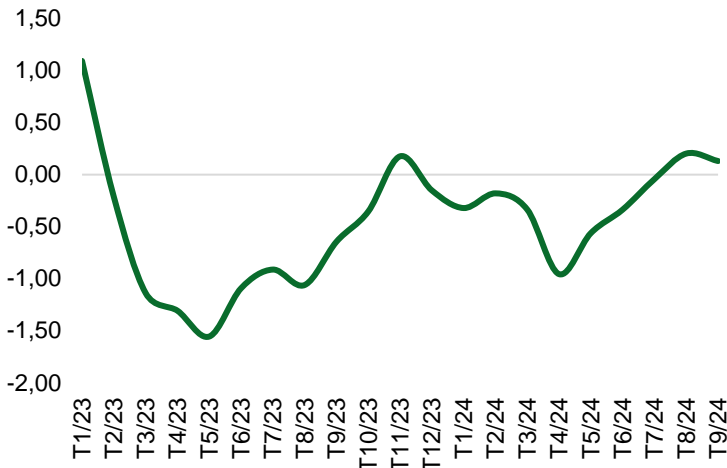
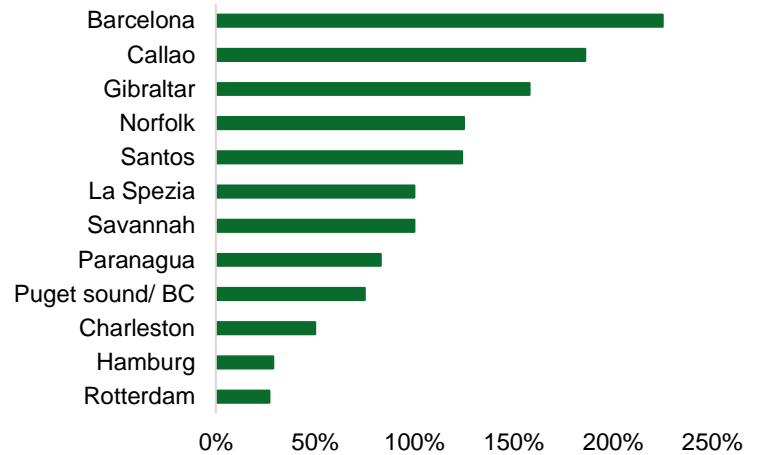
**Hình 10: Chỉ số giá các loại ngũ cốc bắt đầu tạo đáy**



Nguồn: IGC

Cước phí vận tải tăng cao có thể tạo áp lực chi phí cho các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản. Tình trạng thiếu tàu bắt đầu xảy ra từ tháng 7 khi bước vào mùa cao điểm, tính đến thời điểm tháng 9/2024 chỉ số GSCPI (đo lường áp lực đứt gãy chuỗi cung ứng) đã tăng lên mức 0,13 (tăng 120% yoy), tỷ lệ lấp đầy tại các cảng ở châu Mỹ và châu Âu dao động từ 27-225%, hầu như các cảng đều ở trong tình trạng hết công suất.

**Dự báo, chi phí vận tải sẽ tiếp tục tăng cho đến cuối năm** do các dịp lễ cuối năm thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng và nhập khẩu, bên cạnh đó xu hướng thời tiết chuyển dịch sang La Nino sẽ gây nhiều bão ở khu vực Đại Tây Dương khiến việc vận chuyển bị trì hoãn và chi phí vận tải tăng cao.

**Hình 11: Global Supply Chain Pressure Index**

**Hình 12: Tỷ lệ lấp đầy ở các cảng**


Nguồn: Newyorkfed, Linerlytica

**Chúng tôi dự báo biên lợi gộp của ANV trong năm 2024 và 2025 đạt lần lượt là 10,4% (tăng 0,3% yoy) và 10,6% (tăng 0,2% yoy).** Trong đó, BLN mảng cá tra sẽ giữ nguyên ở mức 9%, động lực tăng trưởng biên lợi nhuận sẽ đến chủ yếu từ mảng điện mặt trời khi công suất các nhà máy được cải thiện và ANV bắt đầu khai thác được tiềm năng từ sản phẩm C&G.

### Tăng công suất mảng C&G

Giai đoạn 1 dự án nhà máy C&G của ANV đã hoàn thiện và bắt đầu có doanh thu ở cuối quý 4/2023. ANV cũng lên kế hoạch triển khai giai đoạn 2 và 3 để nâng công suất từ 780 lên 1.200 và 2.400 tấn/năm. Dự báo, doanh thu và lợi nhuận gộp mảng C&G sẽ đạt lần lượt là 85 và 2,6 tỷ trong năm 2024 và 93,5 và 3,7 tỷ trong năm 2025 với kỳ vọng giai đoạn 2 được hoàn thành trong năm sau.

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

### Một số giả định cho dự báo

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Nguyên nhân
<b>Giá bán</b>						
Cá tra xuất khẩu bình quân (USD/kg)	2,84	2,81	-1.1%	2,77	-1,4%	Nhu cầu suy yếu ở thị trường Trung Quốc được dự báo sẽ tiếp diễn cho đến năm 2025, kéo theo giá cá xuất khẩu vào thị trường này sụt giảm
C&G (Nghìn đồng/kg)		108		108	0%	Dựa trên giá bình quân thị trường
Điện mặt trời (VND/Kwh)	1.943	1.943	0%	1.943	0%	Theo khung giá nhà nước
<b>Sản lượng</b>						
Cá tra (tấn)	58.737	61.296	+4%	63.860	+4%	Sản lượng vẫn tăng nhẹ nhờ phân bổ lại cơ cấu xuất khẩu, giảm tỷ trọng ở thị trường TQ và tăng ở thị trường Mỹ, EU và nội địa.
C&G (tấn)		780		1.100	41%	Hoàn thiện giai đoạn 2 nâng công suất sản xuất C&G

Điện mặt trời (Nghìn Kwh) 54.674 55.313 1% 59.490 8% Dự án của điện mặt trời vẫn đang chờ phê duyệt của chính phủ vào năm 2025 để tiếp tục mở rộng.

**Dự báo lợi nhuận và định giá**

**Chúng tôi dự vào LNST 2024 và 2025 của ANV sẽ đạt lần lượt là 63 tỷ VND (tăng 63% yoy) và 47 tỷ VND (giảm 27% yoy).** Do giá nguyên liệu đầu vào và vận chuyển tăng, và thị trường xuất khẩu chính – Trung Quốc duy trì mức tiêu dùng yếu.

Chúng tôi đưa ra mức giá khuyến nghị cho cổ phiếu ANV là **15.192 đồng/CP**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 47,5x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/B với tỷ trọng 70/30.

**Giả định tính toán hệ số chiết khấu:**

Chi phí VCSH = 11,2% theo CAPM (Rf = 2%, Risk premium = 8%, beta = 1,1)

Chi phí vay = 7,13%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 10,09%

**Định giá bằng FCFF:**

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	173	101	348	368	381
Khấu hao	119	123	128	132	137
Thay đổi WC	(320)	193	(340)	386	44
CAPEX	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)
<b>FCFF</b>	<b>(99)</b>	<b>358</b>	<b>39</b>	<b>787</b>	<b>460</b>
<b>NPV giai đoạn 2024-2028F</b>					<b>1.152</b>
<b>NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 3,2%)</b>					<b>4.650</b>
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>					<b>5.802</b>
<b>Trừ: Vay nợ ròng</b>					<b>1.929</b>
<b>Giá trị VCSH</b>					<b>3.913</b>
<b>Số lượng CPLH (tr.cp)</b>					<b>266</b>
<b>Định giá</b>					<b>14.696</b>

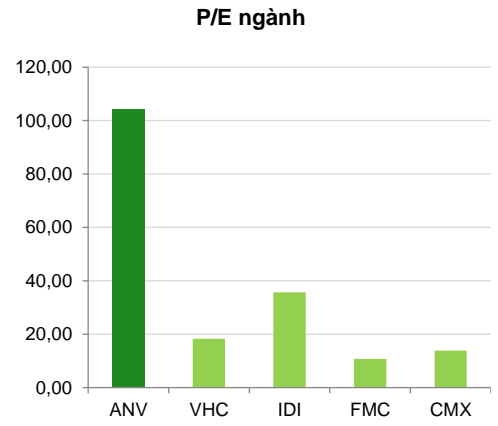
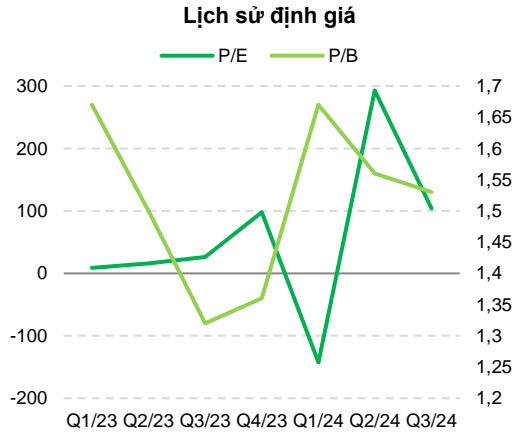
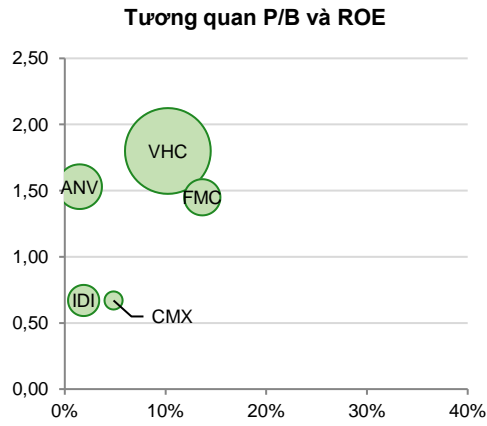
**Phương pháp so sánh P/B**

(Tham khảo phụ lục 1)

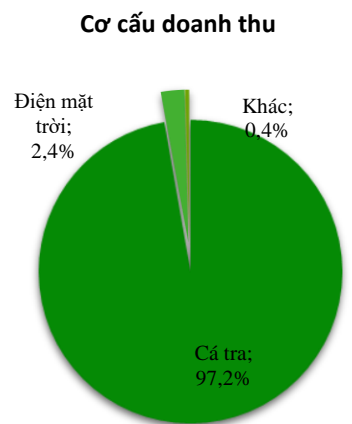
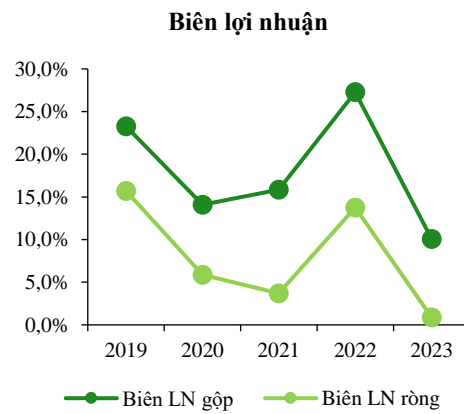
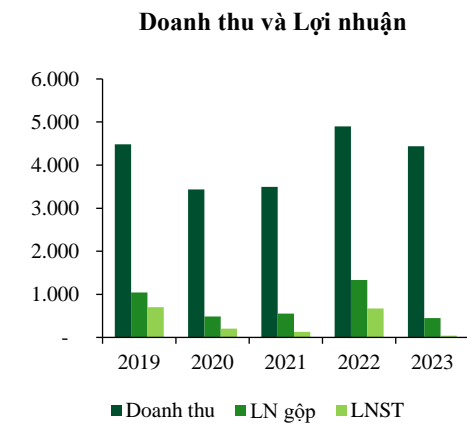
Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2024 (tỷ đồng)	66
P/B áp dụng (trung bình/trung vị/ lịch sử)	1,02
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	4.252
Số lượng CPLH (tr.cp)	266
<b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>	<b>16.351</b>



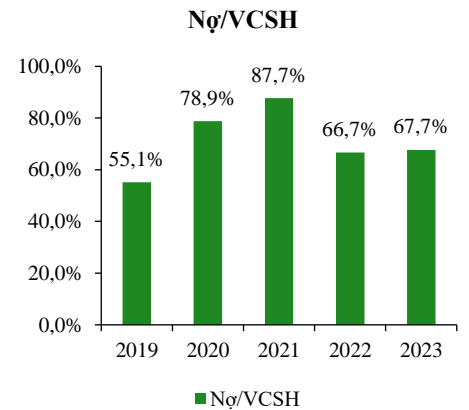
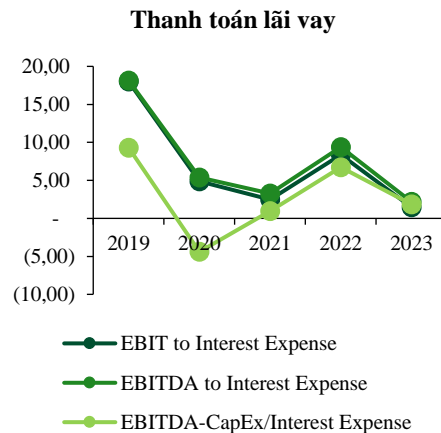
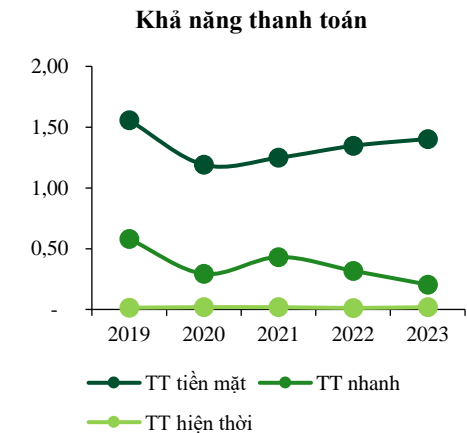
**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**



**KẾT QUẢ KINH DOANH**



**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**



**BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG – Đơn vị: tỷ đồng**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Doanh thu thuần	4.897	4.439	5.008	4.784	5.441	<b>Tài sản</b>					
- Giá vốn hàng bán	3.561	3.992	4.485	4.275	4.758	+ Tiền	31	40	45	43	53
Lợi nhuận gộp	1.336	447	523	509	683	+ ĐTTTC ngắn hạn	358	72	72	72	72
- Chi phí bán hàng	378	188	295	335	272	+ Phải thu	380	319	395	379	465
- Chi phí quản lí DN	94	76	75	91	82	+ Hàng tồn kho	2.333	2.347	2.630	2.510	3.012
Lợi nhuận HĐKD	863	183	152	83	330	+ Khác	153	174	196	189	231
EBIT	879	202	173	101	348	<b>Tài sản ngắn hạn</b>	3.255	2.951	3.337	3.193	3.832
- Chi phí lãi vay	105	137	98	46	35	+ Tài sản dài hạn	3.165	3.198	3.242	3.287	3.331
LNTT	774	64	75	55	313	+ Khấu hao lũy kế	1.166	1.248	1.367	1.490	1.618
- Thuế TNDN	100	25	11	8	47	+ Tài sản dài hạn	1.998	1.950	1.875	1.796	1.713
LNST	674	39	64	47	266	+ ĐTTTC dài hạn	8	7	7	7	7
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0	+ Khác	206	205	231	222	272
LNST CĐ CT Mẹ	674	39	64	47	266	<b>Tài sản dài hạn</b>	2.213	2.162	2.114	2.026	1.992
EPS (đ)	5.300	293	320	175	998	<b>Tổng Tài sản</b>	5.468	5.113	5.451	5.219	5.825
EBITDA	984	132	224	476	500	<b>Nợ &amp; VCSH</b>					
<b>Tăng trưởng</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	+ Phải trả (ngắn)	277	173	253	242	290
Doanh thu	40,1%	-9,3%	12,8%	-4,5%	13,7%	+ Vay ngắn hạn	1.769	1.784	1.985	1.721	2.089
LN HĐKD	299,8%	-78,8%	-16,9%	-45,5%	297,5%	+ Khác	371	146	165	159	194
LNST	423,3%	-94,2%	63,1%	-27,2%	471,4%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	2.418	2.103	2.403	2.121	2.573
EBIT	245,5%	-77,0%	-14,3%	-41,7%	245,0%	+ Vay dài hạn	153	145	116	87	58
EPS	423,2%	-94,5%	9,1%	-45,4%	471,4%	+ Phải trả dài hạn	15	17	19	18	22
Tổng tài sản	11,9%	-6,5%	7,3%	-5,5%	6,6%	<b>Nợ dài hạn</b>	168	162	135	105	80
Nợ vay	-6,1%	0,3%	-57,9%	-40,6%	5,1%	<b>Tổng nợ</b>	2.585	2.265	2.538	2.226	2.653
VCSH	23,4%	-1,2%	48,8%	1,1%	6,2%	+ Vốn điều lệ	1.275	1.335	1.335	1.335	1.335
<b>Khả năng sinh lời</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNG	27,3%	10,1%	10,4%	10,6%	12,6%	+ Thặng dư	21	21	21	21	21
Tỷ suất LNST	13,8%	0,9%	1,3%	1,0%	4,9%	+ LN giữ lại	1.585	1.491	1.556	1.636	1.815
ROE DuPont	25,8%	1,4%	1,8%	1,1%	6,0%	+ Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
ROA DuPont	13,0%	0,7%	1,2%	0,9%	5,0%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	2.882	2.848	2.913	2.993	3.171
Tỷ suất EBIT	17,9%	4,5%	3,5%	2,1%	6,4%	<b>Tổng nguồn vốn</b>	5.468	5.113	5.451	5.219	5.825
LNTT / LNST	87,1%	60,8%	85,0%	85,0%	85,0%	<b>Lưu chuyển tiền</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
LNTT / EBIT	88,0%	32,0%	43,5%	54,3%	89,9%	<b>Tiền đầu năm</b>	43	31	40	45	43
Vòng quay TTS	0,9	0,8	0,9	0,9	1,0	<b>LNST</b>	674	39	65	80	179
Đòn bẩy tài chính	2,0	1,8	1,5	1,3	1,2	+ Khấu hao lũy kế	121	115	119	123	128
ROIC	14,7%	0,8%	1,3%	0,9%	5,4%	+ Điều chỉnh	141	-89	-24	8	-46
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	+ Thay đổi VLĐ	-632	-124	-283	125	-545
Số ngày tồn kho	26,1	28,7	26,0	29,3	26,1	<b>Tiền từ HĐKD</b>	305	-59	-123	336	-285
Số ngày phải thu	210,8	214,0	202,5	219,1	196,2	+ Thanh lý TSCĐ	54	150	0	0	0
Số ngày phải trả	24,3	20,6	17,3	21,1	18,9	+ Mua sắm TSCĐ	-275	-44	-44	-44	-44
Luân chuyển tiền	212,5	222,1	211,1	227,3	203,4	+ Đầu tư ròng		0	0	0	0
<b>An toàn tài chính</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	+ Khác	239	288	0	0	0
TT hiện hành	1,35	1,40	1,39	1,51	1,49	<b>Tiền từ HĐĐT</b>	18	394	-44	-44	-44
TT nhanh	0,32	0,20	0,21	0,23	0,23	+ Cổ tức đã trả	-157	-219	0	0	0
TT tiền mặt	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	+ Tăng (giảm) vốn	0	60	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,35	0,38	0,39	0,35	0,37	+ Nợ ngắn hạn	4.710	4.527	201	-264	368
Nợ / Vốn sử dụng	0,40	0,40	0,42	0,38	0,40	+ Nợ dài hạn	-4.886	-4.694	-29	-29	-29
Nợ / Vốn CSH	0,67	0,68	0,72	0,60	0,68	+ Khác	-0,725	-0,049	0	0	0
						<b>Tiền từ HĐTC</b>	-334	-326	172	-293	339
						Lưu chuyển tiền	-12	9	5	-2	10
						<b>Tiền cuối năm</b>	31	40	45	43	53

---

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

---

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

---

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

---

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

---

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

---

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

### Phạm Thu Hường

Chuyên viên Phân tích

[pthuong@vcbs.com.vn](mailto:pthuong@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>