

## Vài nét về doanh nghiệp

DBC là doanh nghiệp chuyên sản xuất và cung cấp TACN, thuốc thú y, giống gia súc gia cầm, phân bón và chế biến thức ăn. Bên cạnh đó, Công ty còn đầu tư vào xây dựng các khu công nghiệp và kinh doanh bất động sản.

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá mục tiêu	<b>33.751</b>
Tiềm năng tăng giá	15%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	15%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Chăn nuôi
Thị giá (08/05/2024)	29,3
Biến động 1 năm	13,9 – 32,45
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	7.477.214
Vốn hóa (Tỷ đồng)	7.731,96
P/E	312,1x
P/B	1,67x
%NN sở hữu	2,83%

### Diễn biến giá



	1T	3T	12T
DBC	8%	17%	129%
VNindex	2%	12%	19%

### Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	34,02%
Quý ngoại	22,74%

### Chuyên viên phân tích

Phạm Thu Hương

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

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

Bloomberg: VCBS <GO>

## NĂM BẮT THỜI CƠ GIA TĂNG THỊ PHẦN

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **33.751 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 18x dựa trên triển vọng tích cực của thị trường chăn nuôi trong năm tới.

### CẬP NHẬT KQKD:

Trong năm 2023, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của DBC đạt lần lượt là 11.110 tỷ VND (giảm 4% yoy) và 25,01 tỷ VND (tăng 381% yoy). Trong đó, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của mảng thành phẩm đạt lần lượt 9.742 tỷ (giảm 9% yoy) và 681 tỷ VND (giảm 3% yoy). Mảng vật liệu, hàng hóa có doanh thu và lợi nhuận thuần đạt 598 tỷ VND (tăng 2% yoy) và 124 tỷ VND (tăng 19% yoy). Riêng mảng BĐS có doanh thu và lợi nhuận thuần tăng mạnh đạt lần lượt là 769 tỷ VND (tăng 211% yoy) và 308 tỷ VND (tăng 100% yoy).

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Cơ cấu chăn nuôi chuyển dần từ hộ nhỏ lẻ sang các doanh nghiệp lớn.** Luật chăn nuôi sẽ chính thức có hiệu lực từ 2025, theo đó đẩy nhanh quá trình dịch chuyển thị phần từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ sang các doanh nghiệp lớn. Trong bối cảnh đó, DBC đã thực hiện đầu tư mở rộng trang trại Thanh Hoá nhằm gia tăng sản lượng.

**Giá các loại ngũ cốc đang có xu hướng giảm giúp tiết kiệm chi phí đầu vào cho ngành chăn nuôi.** Dự báo nguồn cung các mặt hàng ngũ cốc như ngô và đậu tương sẽ tiếp tục dư thừa trong năm nay, giúp cho giá nguyên liệu đầu vào thức ăn chăn nuôi duy trì ở mức thấp.

**Giá heo hơi có khả năng sẽ tiếp tục duy trì đà tăng khi nguồn cung heo đã giảm và tình trạng heo nhập lậu đã được kiểm soát.** Nhu cầu tái đàn của người dân là khá thấp trong bối cảnh dịch bệnh có thể bùng phát trở lại và việc luật hạn chế các hộ dân nhỏ lẻ thực hiện chăn nuôi trong nội thành. Vì vậy, giá heo hơi được dự kiến sẽ duy trì ở mặt bằng khá cao trong thời gian tới.

**Tiềm năng lớn từ hoạt động sản xuất vacxin.** Hiện nay DBC đang thử nghiệm vacxin trên đàn lợn của công ty và đang cho kết quả khả quan. Nếu thành công và đưa vào thương mại, sản phẩm này có thể mang lại lợi nhuận đáng kể trong tương lai.

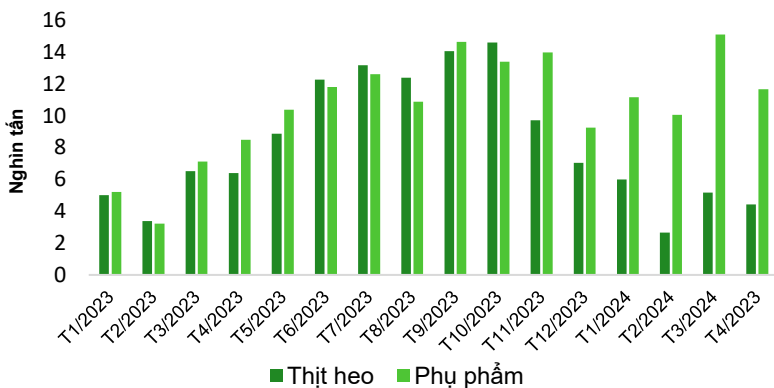
Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng DT	8%	7%	-4%	38%	8%
Tăng trưởng LNST	-40,76%	-99,37%	381,41%	1680%	46,15%
Nợ/TTS (%)	30,3%	35,4%	45,1%	29,5%	23,9%
TS LN gộp (%)	17,1%	8,3%	10,0%	12,1%	12,8%
ROE – TTM (%)	17,7%	0,1%	0,5%	8,7%	11,3%
EPS - TTM (đồng)	3.232	21	103	1.839	2.688

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH NGÀNH CHĂN NUÔI HEO**

**Sản lượng nhập khẩu thịt heo tăng mạnh trước thềm Tết nguyên đán**

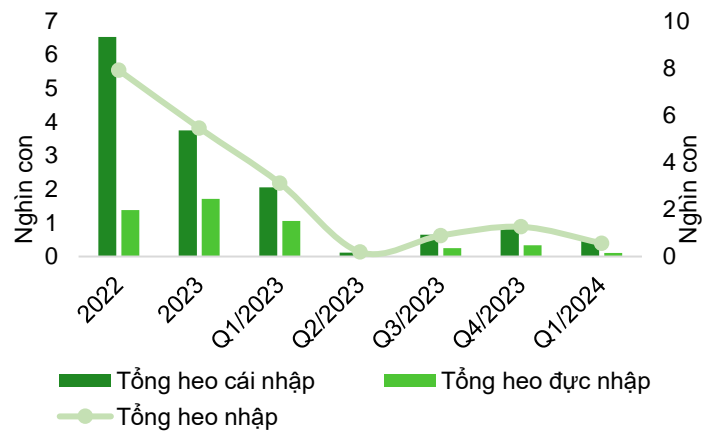
Lượng thịt và phụ phẩm heo nhập khẩu bắt đầu tăng mạnh từ quý 3/2023 để phục vụ cho dịp Tết nguyên đán, so với cùng kỳ năm ngoái thịt heo nhập về tăng từ 19-50%, lượng phụ phẩm heo nhập về tăng 58-128%. Sau đó, cũng như mọi năm, lượng heo nhập về giảm ở những tháng quý 4/2023 và quý 1 của năm mới. Trong 4T/2024, tổng lượng thịt heo nhập về đạt hơn 18 nghìn tấn (giảm 14% yoy), lượng phụ phẩm nhập về đạt hơn 48 nghìn tấn (tăng 99,6% yoy).

**Hình 1: Lượng thịt và phụ phẩm heo nhập về Việt Nam**



Nguồn: Agromonitor

**Hình 2: Tình hình nhập khẩu heo giống ở Việt Nam**



Nguồn: Agromonitor

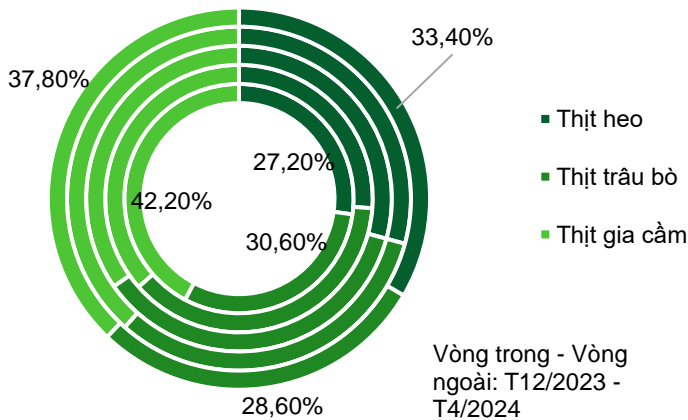
**Nhu cầu tái đàn đang giảm đáng kể**

Tổng lượng heo giống nhập khẩu về Việt Nam đạt 5.457 con (giảm 31% yoy) trong năm 2023. Sang quý 1/2024, lượng heo giống nhập về khá lai rai chỉ đạt 565 con (giảm 82% yoy).

**Sản lượng nhập khẩu thịt heo khá ổn định**

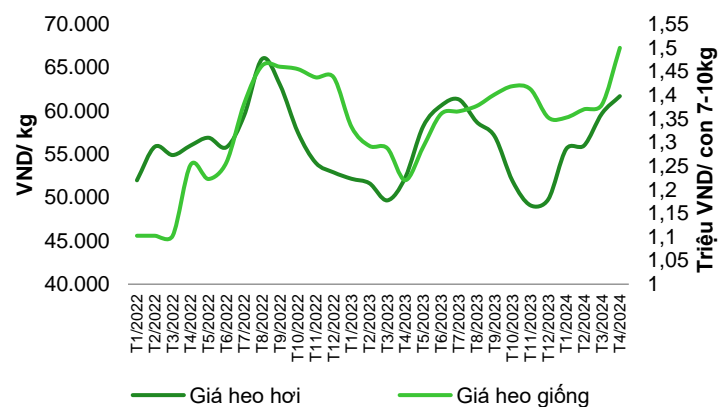
Tuy trong cơ cấu thịt nhập khẩu, nhu cầu thịt heo không chiếm tỷ trọng nhiều nhất nhưng duy trì khá ổn định trong khoảng thời gian từ tháng 12/2023 đến tháng 3/2024. Nhu cầu về thịt heo tăng khoảng 6,2% sau 4T/2024 bù đắp cho sự giảm cho nhu cầu về thịt trâu bò.

**Hình 4: Tỷ trọng một số loại thịt nhập khẩu về Việt Nam**



Nguồn: Agromonitor

**Hình 5: Diễn biến giá heo hơi và heo giống**



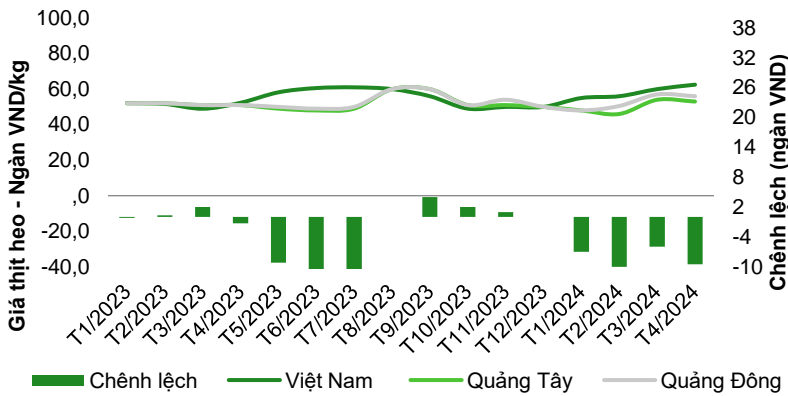
Nguồn: Anova Feed

Giá heo 3 miền đồng loạt được đẩy tăng trong 4 tháng đầu năm do nguồn cung heo khan hiếm, tồn kho biểu to ít.

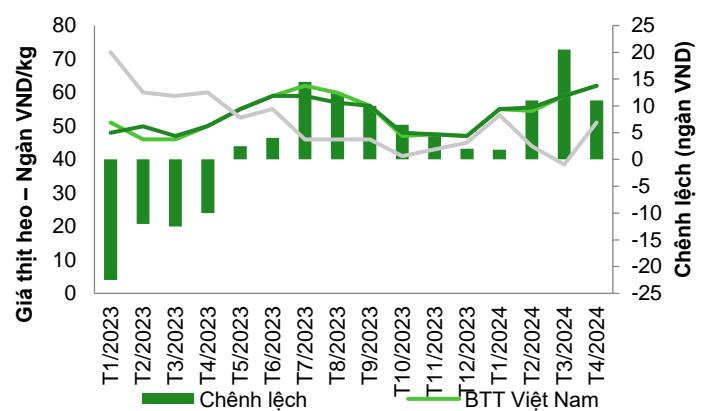
Tại thị trường miền Bắc, trong tháng 4 giá heo liên tiếp tăng trong 3 tuần đầu lên mức 62-64.000 đồng/kg, sau đó duy trì ở mức cao cho tới hết tháng. Nguyên nhân là do: (1) Nguồn cung heo ở phía Bắc không còn nhiều, tồn kho heo biểu to gần như không còn, (2) Mặt bằng giá heo ở 3 vùng gần như bằng nhau, nên lưu chuyển heo từ miền Trung/ Nam ra Bắc khá yếu ớt, (3) Heo Thái chưa được đưa về Việt Nam dù mức chênh lệch giá ở tháng 3 khá cao.

Tại thị trường miền Trung và Nam, giá heo cũng có xu hướng tăng tích cực do: (1) Nguồn cung nội vùng thấp, (2) Heo từ Campuchia ngưng nhập về do đây là thời điểm nghỉ Tết cổ truyền ở nước này, (3) Heo Thái vẫn chưa được nhập về như dự đoán. **Tính đến thời điểm cuối tháng 4, giá heo ở miền Trung được đẩy lên vùng 61-63.000 đồng/kg, giá heo miền Nam ghi nhận quanh mức 62-64.000 đồng/kg.**

**Hình 6: Tương quan giá thịt heo tại thị trường Việt Nam và Trung Quốc**



**Hình 7: Tương quan giá thịt heo tại thị trường Việt Nam và Thái Lan**



Nguồn: Agromonitor

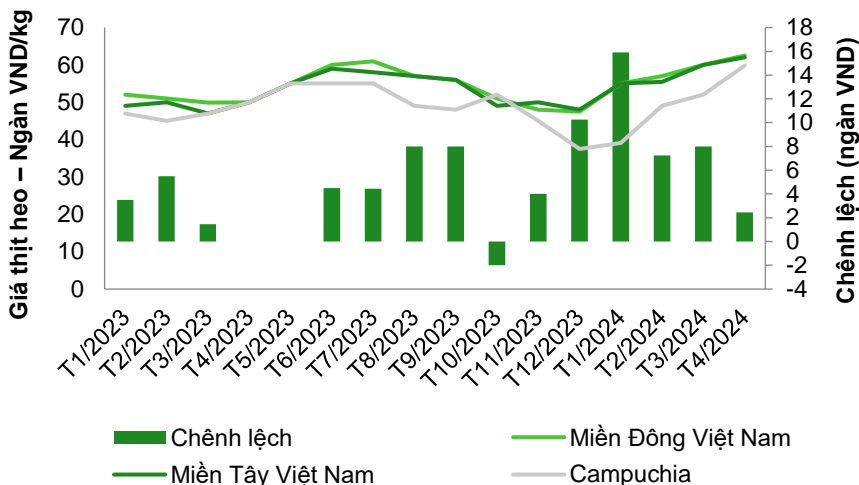
Lưu chuyển heo giữa Việt Nam với các nước láng giềng

Chênh lệch giá heo tại miền Bắc VN và Nam TQ ở mức thấp khiến dòng lưu chuyển giữa 2 nước vẫn đóng băng.

Chênh lệch giữa giá heo VN và Thái Lan được nói rộng quanh mốc 20.000 đồng/kg từ giữa tháng 3, với mức giá hấp dẫn này, heo Thái đã được nhập nhiều về Campuchia và được dự đoán sẽ được đưa về Việt Nam. Tuy nhiên, sang tháng 4, heo Thái vẫn chưa được ghi nhận nhập về nước ta, nguyên nhân được cho là: (1) Các cửa khẩu tại miền Trung đang siết chặt do có dịch nhiệt thán trên gia súc ở Thái Lan, (2) Mức chênh lệch đã thu hẹp lại về mức 11-15.000 đồng/kg, cùng chi phí bao biên lớn khiến thương lái không còn thấy hấp dẫn.

Heo từ Campuchia về Việt Nam nhiều hơn ở trung tuần tháng 3 do thị trường Việt Nam có dấu hiệu thiếu hụt heo. Chênh lệch giá heo giữa hai nước có xu hướng giảm do heo Campuchia tăng giá lên vùng 60,5-61.000 đồng/kg trước dịp Tết cổ truyền của nước này. Lượng heo Cam về VN bắt đầu ít lại từ đầu tháng 4, còn quanh 2.000 con/ ngày.

**Hình 8: Tương quan giá thịt heo tại thị trường Việt Nam và Campuchia**



Nguồn: Agromonitor

**Dịch tả châu Phi trên thế giới vẫn lai rai trong tháng 4**

Trong 4T/2024, dịch tả lợn châu Phi ghi nhận hàng loạt ổ dịch ở các nước châu Âu. Tại châu Á, dịch bệnh vẫn nổ ra ở một số nước như Việt Nam, Myanmar, ...

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Doanh thu thuần của DBC năm 2023 đạt 11.109 tỷ VND (giảm 4% yoy). Bình quân giá heo hơi đạt 54.248 đồng/kg, giảm nhẹ 4% yoy, nhưng chi phí nguyên vật liệu đầu vào có xu hướng hạ nhiệt. Cụ thể trị giá các loại ngũ cốc trong năm 2023 giảm như sau:

Loại ngũ cốc	Giá 2023 (đồng/kg)	Tăng giảm yoy
<b>Ngô</b>	7.760	-12,5%
<b>Khô đậu tương</b>	14.100	-3,1%
<b>DDGS</b>	9.240	-7,6%
<b>Cám mì</b>	6.870	-1,9%
<b>Cám gạo chiết ly</b>	6.190	-1,7%

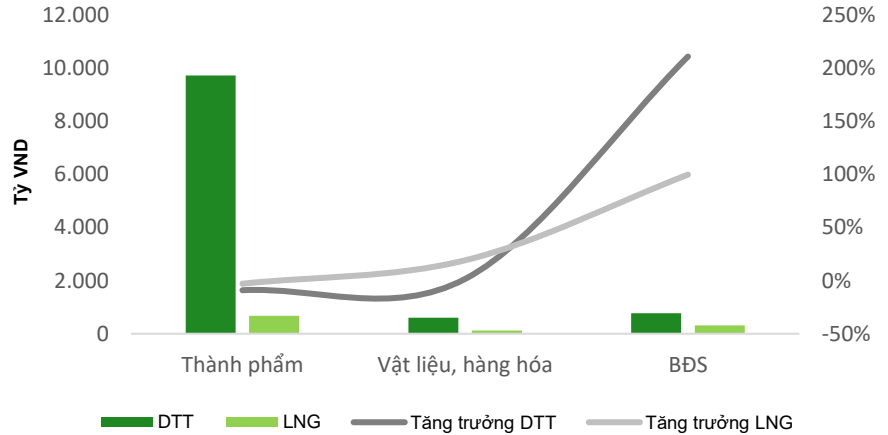
Nguồn: Vietbiz

Theo đó, lợi nhuận gộp của doanh nghiệp năm 2023 đạt 1.114 tỷ (tăng 16% yoy, tỷ suất LNG đạt 10% (tăng 2,3% yoy), LNST đạt khoảng 25 tỷ (tăng 5 lần so với cùng kỳ năm trước).

Mảng BĐS ghi nhận DTT đạt 769 tỷ đồng tăng 211% yoy nhờ dự án Parkview đã được bàn giao hết. Hiện tại công ty chỉ còn 1 dự án dở dang là Trung tâm

thương mại Huyện Quang. Theo đó, nhiều khả năng năm 2024 sẽ không còn ghi nhận khoản doanh thu nào đáng chú ý từ mảng BĐS.

**Kết quả kinh doanh 2023**



Nguồn: DBC

Lợi nhuận sau thuế quý I/2024 đạt khoảng 73 tỷ, do toàn ngành vẫn còn bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Tuy nhiên, tập đoàn đang lên kế hoạch cụ thể để hoàn thành kế hoạch lợi nhuận cho cả năm 2024. Dự kiến quý 2, lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ bắt đầu khởi sắc hơn.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Cơ cấu chăn nuôi chuyển dần từ hộ nhỏ lẻ sang các doanh nghiệp lớn**

**Giá các loại ngũ cốc đang có xu hướng giảm giúp tiết kiệm chi phí đầu vào cho ngành chăn nuôi. Bên cạnh đó, giá heo hơi được cải thiện do nguồn cung khan hiếm, tạo điều kiện cho doanh nghiệp mở rộng biên lợi nhuận**

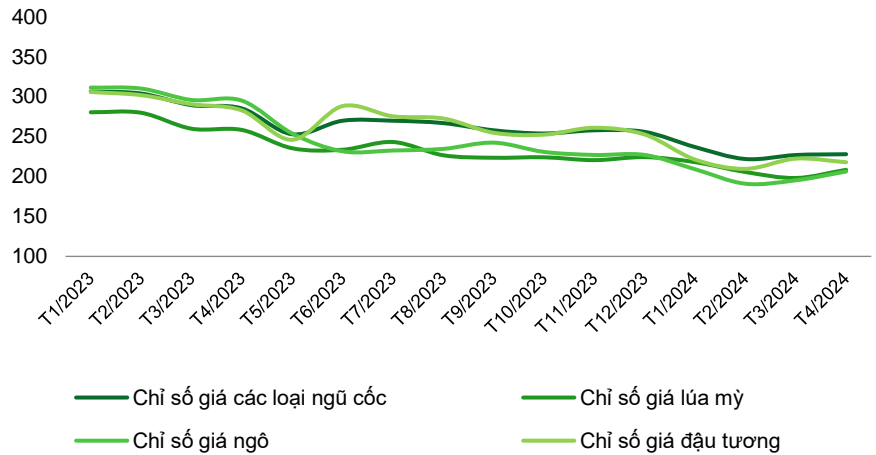
**Theo Luật chăn nuôi, chăn nuôi trong khu vực dân cư bị nghiêm cấm (khoản 1 Điều 12 Luật chăn nuôi 2018), luật này có hiệu lực từ 2020 và trong vòng 5 năm kể từ ngày hiệu lực, các cơ sở chăn nuôi vi phạm phải ngừng hoạt động hoặc di dời đến địa điểm phù hợp. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp có nguồn tài chính và quỹ đất lớn. Bên cạnh đó, diễn biến dịch bệnh phức tạp cùng giá heo giảm mạnh trong năm 2023 khiến nhiều hộ chăn nuôi phải gồng lỗ và bỏ cuộc, theo thống kê gần đây thị phần chăn nuôi lợn của nông hộ giảm từ 70% về còn 49%.**

Chỉ số giá các loại ngũ cốc tại thời điểm tháng 4/2024 giảm từ 19-30% so với cùng kỳ năm trước. Theo dự báo của USDA, sản lượng ngô và đậu tương trên thế giới tuy giảm nhẹ dưới 10% so với niên vụ trước nhưng vẫn ở mức cao. Đồng thời lượng tồn kho tích lũy vẫn còn nhiều, nên nguồn cung ngũ cốc vẫn tương đối dồi dào trong năm 2024, **giá ngũ cốc (nguyên liệu đầu vào TACN) sẽ được duy trì ổn định ở mức thấp trong năm nay.**

Bên cạnh đó, **nguồn cung trở nên khan hiếm sẽ tạo động lực cho giá heo hơi tiếp tục tăng trong thời gian tới.**

Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi dự báo **biên lợi nhuận gộp của DBC sẽ được cải thiện thêm 2% trong năm 2024.**

**Hình 9: Chỉ số giá các loại ngũ cốc**



Nguồn: IGC

**Tiềm năng mới từ hoạt động sản xuất vaccin**

Cho tới thời điểm Q1/2024, DBC đã tiêm được 88 ngàn heo trong đàn của doanh nghiệp và một số trại liên kết. Những lứa đầu tiên tiêm đã được 70 ngày đều khỏe mạnh, tăng trọng và phát triển bình thường. Dự kiến, doanh nghiệp sẽ có kết quả hoàn thiện của cuộc khảo nghiệm vào khoảng đầu quý 3/ 2024. Nhà máy sản xuất vaccin của DBC với công suất 200 triệu liều/ năm đã bước vào giai đoạn nghiệm thu. Dự phóng, mảng vaccin sẽ đem về cho DBC doanh thu và lợi nhuận lần lượt khoảng 740 tỷ và 37 tỷ VND trong năm 2024.

**Tích cực hoàn thiện các dự án dang dở**

Trong năm 2024, DBC lên kế hoạch huy động thêm 1.330 tỷ VND để đầu tư hoàn thiện nhà máy ép và tinh luyện dầu đậu nành, thông qua: (1) Phát hành 12 triệu cổ phiếu ESOP, (2) Chào bán 80,67 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 3:1. Dự báo, doanh thu mảng dầu ăn của DBC sẽ đạt khoảng 2.015 tỷ VND trong năm 2024.

Bên cạnh đó, DBC dự định sẽ tiếp tục chào bán riêng lẻ 48,4 triệu cổ phiếu (tương đương 20% số lượng cổ phiếu lưu hành) cho nhà đầu tư chiến lược để huy động thêm 1.355 tỷ VND. Nguồn vốn này sẽ được dùng để đầu tư vào khu trang trại lợn giống và lợn thương phẩm CLC ở Thanh Hóa (khoảng hơn 930 tỷ đồng), trả nợ vay ngân hàng cho Dự án ở cụm chăn nuôi Thanh Hóa đã hoàn thành (khoảng 425 tỷ đồng). Dự phóng, doanh thu của mảng chăn nuôi heo của DBC sẽ đạt khoảng 7.870 tỷ VND trong năm 2024.

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

### Một số giả định cho dự báo

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY
<b>Giá bán</b>					
Heo hơi (VND/kg)	54.250	66.500	23%	63.175	-5%
TACN (triệu đồng/ tấn)	15,12	13,608	-10%	12,25	-10%
Vacxin (VND/liều)	37.000	37.000		37.000	
<b>Sản lượng</b>					
Heo giống (con)	69.745	84.517	21%	98.192	16%
Heo hơi cai sữa (con)	773.867	963.029	24%	1.092.188	13%
Thịt lợn (tấn)	36.720	43.200	18%	51.830	20%
TACN bán ra ngoài (tấn)	302.460	305.690	1%	308.920	1%
Vacxin (triệu liều)		20		30	50%

### Định giá

Dự báo cho năm 2024, chúng tôi ước tính DBC có thể đạt mức DTT và LNST lần lượt là 15.382 tỷ (tăng 38% yoy) và 445 tỷ VND (tăng 1680% yoy).

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **33.751** đồng/cp, tương đương với P/B mục tiêu đạt 1,56x 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 = 13,55% theo CAPM ( $R_f = 2,3\%$ , Risk premium = 9%, beta = 1,25)

Chi phí vay = 5,02%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 10,42%

### Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	756	925	1.128	1.107	1.146
Khấu hao	582	622	662	702	722
Thay đổi WC	1.534	(110)	(159)	(453)	(457)
CAPEX	(400)	(400)	(400)	(400)	(200)
<b>FCFF</b>	<b>2.377</b>	<b>921</b>	<b>1.089</b>	<b>817</b>	<b>1.067</b>
<b>NPV giai đoạn 2024-2028F</b>					<b>5.123</b>
<b>NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 2,5%)</b>					<b>8.762</b>
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>					<b>13.885</b>
<b>Trừ: Vay nợ ròng</b>					<b>5.867</b>



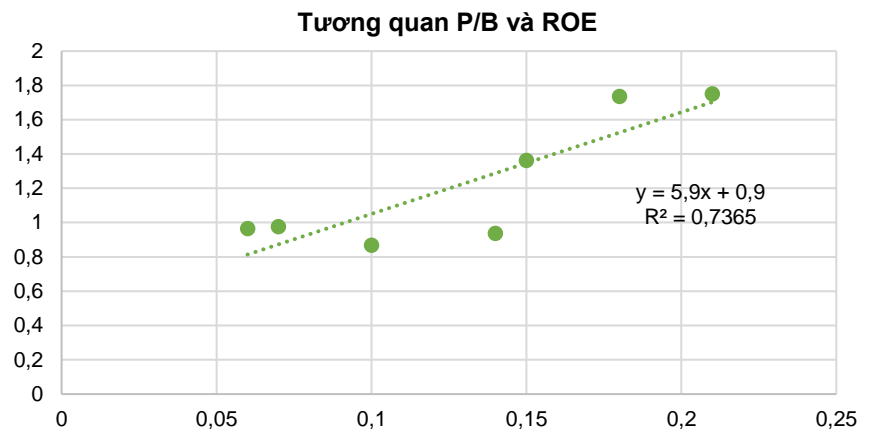
**Giá trị VCSH** **8.610**
**Số lượng CPLH (tr.cp)** **242**
**Định giá** **35.579**
**Phương pháp so sánh P/B**

Bảng: Các doanh nghiệp ngành chăn nuôi trong khu vực lân cận

Tên doanh nghiệp	ROE	P/B
Leong Hup International Bhd	14%	0,9383
GFPT PCL	10%	0,8689
Xinjiang Guannong Co Ltd	21%	1,7511
Wellhope Foods Co Ltd	6%	0,9651
Japfa Comfeed Indonesia Tbk	7%	0,9758
BISI International Tbk PT	18%	1,7369
Thaifoods Group PCL	15%	1,3638

Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi sử dụng phương pháp ước tính P/B của DBC dựa trên hiệu quả sinh lời ROE so với toàn ngành. Các doanh nghiệp được sử dụng trong mẫu so sánh được trình bày ở bảng bên trái, là những doanh nghiệp hoạt động trong ngành chăn nuôi thuộc khu vực Đông Nam Á và Trung Quốc.



Với ước tính lợi nhuận sau thuế ước đạt 445 tỷ đồng cho 2024, tương ứng với ROE đạt 8,7%, chúng tôi đưa ra ước tính P/B hợp lý của DBC đạt 1,39x.

Theo đó, giá mục tiêu của DBC theo phương pháp nhân P/B đạt 29.484 đồng/cp.

Định giá bằng P/B	Hệ số	Chi tiết
ROE forward	8,7%	Dựa trên dự báo LNST 2024 đạt 445 tỷ đồng
P/B ước tính	1,396	Ước tính qua tương quan P/B và ROE ngành
BVPS	21.121	
<b>Giá cổ phiếu DBC</b>	<b>29.484</b>	

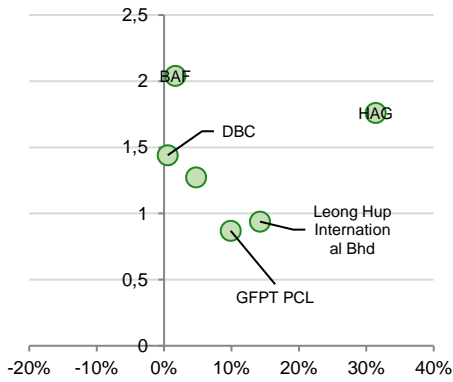
**RỦI RO ĐẦU TƯ**

Dịch tả lộn Châu Phi vẫn chưa được kiểm soát triệt để

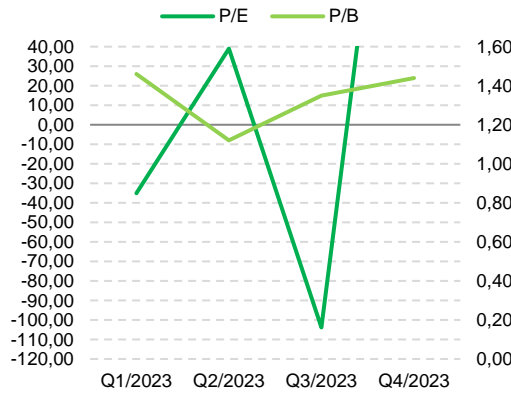


**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

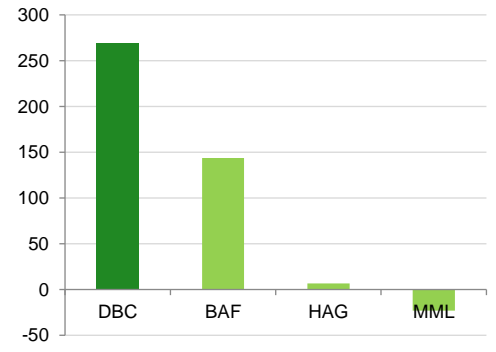
**Tương quan P/B và ROE**



**Lịch sử định giá**

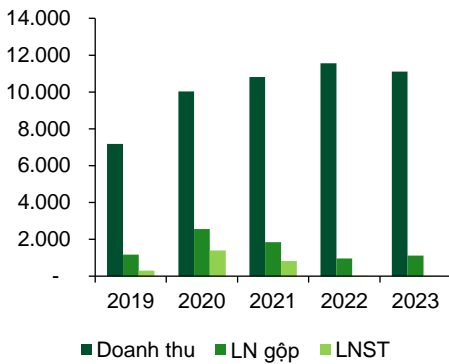


**P/E ngành**

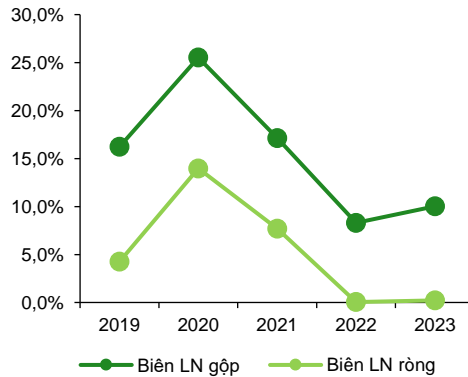


**KẾT QUẢ KINH DOANH**

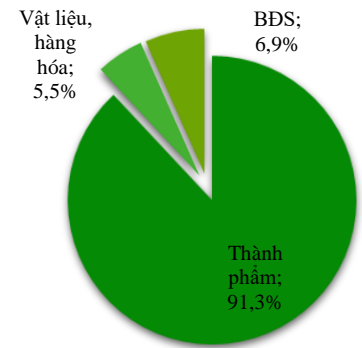
**Doanh thu và Lợi nhuận**



**Biên lợi nhuận**

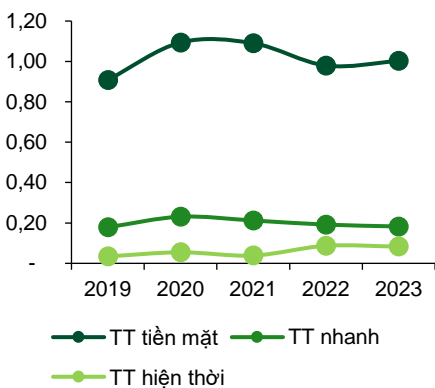


**Cơ cấu doanh thu**

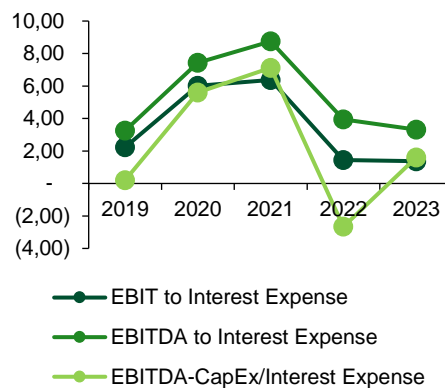


**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**

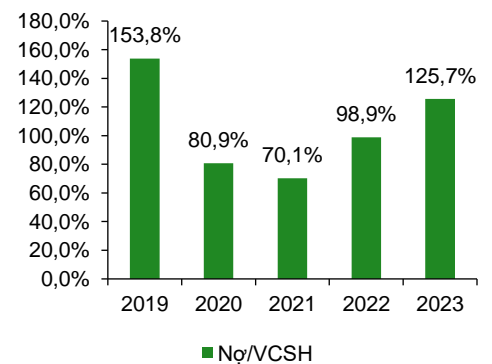
**Khả năng thanh toán**



**Thanh toán lãi vay**



**Nợ/VCSH**



**BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – 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	11,558	11,110	15,382	16,355	17,705	<b>Tài sản</b>					
- Giá vốn hàng bán	10,598	9,996	13,525	14,259	15,304	+ Tiền	627	592	820	872	944
Lợi nhuận gộp	960	1,114	1,857	2,096	2,400	+ ĐTTTC ngắn hạn	505	490	490	490	490
- Chi phí bán hàng	403	432	599	637	689	+ Phải thu	251	222	328	349	377
- Chi phí quản lí DN	344	356	493	525	568	+ Hàng tồn kho	5,207	5,552	5,558	5,860	6,289
Lợi nhuận HĐKD	213	325	765	935	1,143	+ Khác	475	302	419	445	482
EBIT	259	360	756	925	1,128	<b>Tài sản ngắn hạn</b>	7,065	7,159	7,614	8,015	8,582
- Chi phí lãi vay	179	262	246	180	140	+ Tài sản dài hạn	8,335	8,693	9,093	9,493	9,893
LNTT	79	98	509	744	988	+ Khấu hao lũy kế	2,636	3,069	3,651	4,272	4,934
- Thuế TNDN	74	73	64	94	125	+ Tài sản dài hạn	5,699	5,624	5,442	5,220	4,958
LNST	5	25	445	651	864	+ ĐTTTC dài hạn	0	10	10	10	10
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0	+ Khác	210	219	303	322	348
LNST CĐ CT Mẹ	5	25	568	795	1,000	<b>Tài sản dài hạn</b>	5,909	5,853	5,755	5,552	5,316
EPS (đ)	0	0	0	0	0	<b>Tổng Tài sản</b>	12,974	13,012	13,369	13,567	13,898
EBITDA	5	25	445	651	864	<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)	2,129	796	1,978	2,086	2,239
Doanh thu	6,9%	(3,9%)	38%	6%	8%	+ Vay ngắn hạn	3,705	4,841	3,128	2,626	1,942
LN HĐKD	(81%)	53%	135%	22%	22%	+ Khác	1,379	1,505	2,084	2,216	2,399
LNST	(99,4%)	381,4%	1.680%	46%	33%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	7,213	7,142	7,191	6,928	6,579
EBIT	(78%)	39%	110%	22%	22%	+ Vay dài hạn	886	1,026	821	616	411
EPS	(99%)	391%	1.686%	46%	33%	+ Phải trả dài hạn	234	177	246	261	283
Tổng tài sản	19%	0,3%	3%	1%	2%	<b>Nợ dài hạn</b>	1,120	1,204	1,067	877	693
Nợ vay	40%	28%	(33%)	(18%)	(27%)	<b>Tổng nợ</b>	8,333	8,345	8,258	7,805	7,273
VCSH	(1,0%)	0,5%	10%	13%	15%	+ Vốn điều lệ	1,152	2,420	2,420	2,420	2,420
<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	8,3%	10,0%	12,1%	12,8%	13,6%	+ Thặng dư	418	418	0	0	0
Tỷ suất LNST	0,0%	0,2%	2,9%	4%	4,9%	+ LN giữ lại	1,803	1,828	418	418	418
ROE DuPont	0,1%	0,5%	9,1%	12%	13,9%	+ Lợi ích CĐTS	0	0	2,273	2,924	3,787
ROA DuPont	0,0%	0,2%	3,4%	4,8%	6,3%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	4,641	4,666	0	0	0
Tỷ suất EBIT	2,2%	3,2%	4,9%	5,7%	6,4%	<b>Tổng nguồn vốn</b>	12,974	13,012	5,111	5,762	6,626
LNTT / LNST	6,6%	25,6%	87,4%	87,4%	87,4%	<b>Lưu chuyển tiền</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	2024F	2025F	2026F
LNTT / EBIT	30,5%	27,1%	67,4%	80,5%	87,6%	<b>Tiền đầu năm</b>	200	627	592	820	872
Vòng quay TTS	97,0%	85,5%	116,6%	121,4%	128,9%	<b>LNST</b>	5	25	445	651	864
Đòn bẩy tài chính	2,56x	2,79x	2,70x	2,48x	2,22x	+ Khấu hao lũy kế	497	542	582	622	662
ROIC	0,1%	0,3%	4,5%	7,2%	9,6%	+ Điều chỉnh	-10	-53	(16)	(4)	(5)
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	+ Thay đổi VLĐ	-154	-1,390	1,534	(110)	(159)
Số ngày tồn kho	162,1	196,4	149,9	146,1	144,9	<b>Tiền từ HĐKD</b>	339	-876	2,546	1,159	1,361
Số ngày phải thu	9,0	7,8	6,5	7,5	7,5	+ Thanh lý TSCĐ	272	0	0	0	0
Số ngày phải trả	60,6	53,4	37,4	52,0	51,6	+ Mua sắm TSCĐ	-1,189	-445	(400)	(400)	(400)
Luân chuyển tiền	110,4	150,8	119,0	101,7	100,8	+ Đầu tư ròng	0	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	72	10	0	0	0
TT hiện hành	1,0x	1,0x	1,1x	1,2x	1,3x	<b>Tiền từ HĐĐT</b>	-845	-435	(400)	(400)	(400)
TT nhanh	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x	+ Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0
TT tiền mặt	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	35,4%	45,1%	29,5%	23,9%	16,9%	+ Nợ ngắn hạn	9,599	12,661	(1,713)	(502)	(684)
Nợ / Vốn sử dụng	49,7%	55,7%	43,6%	36,0%	26,2%	+ Nợ dài hạn	-8,666	-11,385	(205)	(205)	(205)
Nợ / Vốn CSH	98,9%	125,7%	77,3%	56,3%	35,5%	+ Khác	0	0	0	0	0
						<b>Tiền từ HĐTC</b>	933	1,276	(1,918)	(708)	(889)
						Lưu chuyển tiền	427	-35	228	52	72
						<b>Tiền cuối năm</b>	627	592	820	872	944

## 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>