

## + Vài nét về doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Tập đoàn Dabaco Việt Nam được thành lập ngày 29/3/1996 (tên gọi đầu tiên là Công ty Nông sản Hà Bắc). Ngành nghề kinh doanh chính: sản xuất thức ăn cho gia súc, gia cầm, thủy sản; sản xuất lai tạo giống gia súc, gia cầm; chăn nuôi gia công lợn, gà thương phẩm; giết mổ chế biến thực phẩm; sản xuất bao bì, kinh doanh dịch vụ, thương mại....

## TIỀM NĂNG MỚI TỪ TĂNG QUY MÔ ĐÀN VÀ VACCIN

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** và nâng giá mục tiêu lên **38.600 đồng/cp**, tương ứng P/E 8,4x trong bối cảnh thị trường chăn nuôi đang dịch chuyển về phía doanh nghiệp.

### CẬP NHẬT KQKD:

Trong năm 2024, DTT và LNST của DBC đạt lần lượt là 13.574 tỷ (tăng 22% yoy) và 769 tỷ (tăng 2976% yoy). Trong đó, mảng chăn nuôi có DTT và LNG tăng lần lượt là 30% và 103% yoy. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc giá heo hơi tăng 15% yoy và giá ngũ cốc giảm khoảng 17% yoy giúp cho doanh thu và biên lợi nhuận cùng gia tăng mạnh mẽ.

Bên cạnh đó mảng BĐS ghi nhận DTT và LNG giảm mạnh lần lượt là 66% và 91% yoy. Do dự án Parkview, Lotus Centre và nhà ở xã hội Khắc Niệm đã được bàn giao hết trong năm ngoái, tuy nhiên quý 4 ghi nhận thêm doanh thu khoảng hơn 200 tỷ từ dự án cảng và trung tâm thương mại.

### 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

**Giá heo được dự báo sẽ tiếp tục đà tăng ít nhất là cho đến nửa năm 2025.** Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá heo hơi sẽ tăng khoảng 18% trong năm 2025, trong bối cảnh nguồn cung heo thiếu hụt ở đầu năm, sau một đợt bán chạy dịch và xả đàn từ hộ chăn nuôi, khiến giá heo có thể duy trì mức cao trong nửa đầu năm. Tuy nhiên, các doanh nghiệp đang tích cực mở rộng quy mô chăn nuôi để chiếm lĩnh thị phần, nguồn cung có thể sẽ tăng trở lại vào cuối năm, khiến giá heo hơi có thể điều chỉnh giảm nhẹ.

**Dự kiến vaccine của DBC sẽ được thương mại hóa vào đầu năm 2025,** bên cạnh việc ổn định chất lượng đàn, vaccin có thể mang lại 1 khoản lợi nhuận mới cho DBC khi được đưa vào thương mại kể từ 2025.

**Mở rộng trang trại heo mới, tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn.** Dự kiến cho đến năm 2026 và 2027, DBC sẽ hoàn thiện thêm trang trại heo ở Thanh Hóa, Quảng Ninh và Thái Nguyên với quy mô từ 3.000-5.000 nái, 50.000-70.000 thớt.

| Chỉ tiêu tài chính | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ VND) | 11.558 | 11.110 | 13.574 | 17.343 | 16.490 |
| Tăng trưởng DT     | 7%     | -4%    | 22%    | 27,8%  | -4,9%  |
| LNST (tỷ VND)      | 5      | 25     | 769    | 1.536  | 1.148  |
| Tăng trưởng LNST   | -99%   | 381%   | 2975%  | 99,7%  | -25,3% |
| Nợ/TTS (%)         | 35,4%  | 45,1%  | 40,3%  | 31,3%  | 26,3%  |
| TS LN gộp (%)      | 8,3%   | 10,0%  | 14,2%  | 18,1%  | 15,8%  |
| ROE – TTM (%)      | 0,1%   | 0,5%   | 11,4%  | 18,5%  | 12,1%  |
| EPS - TTM (đồng)   | 18     | 89     | 2,298  | 4.590  | 3.431  |

### Khuyến nghị

### MUA

|                      |               |
|----------------------|---------------|
| Giá mục tiêu         | <b>38.600</b> |
| Tiềm năng tăng giá   | 42%           |
| Cổ tức (tiền mặt/cp) | 0%            |
| Tỷ suất sinh lời     | 42%           |

### Thông tin cổ phiếu

|                            |             |
|----------------------------|-------------|
| Phân ngành                 | Chăn nuôi   |
| Thị giá (18/02/2025)       | 27,2        |
| Biến động 1 năm            | 22,4 – 31,7 |
| KLGD bình quân 52T (tr.cp) | 6.867.300   |
| Vốn hóa (Tỷ đồng)          | 9,002.6     |
| P/E                        | 9,33x       |
| P/B                        | 1,3x        |
| %NN sở hữu                 | 8,5%        |

### Diễn biến giá



|         | 3T    | 6T    | 12T  |
|---------|-------|-------|------|
| DBC     | -6,1% | -2,4% | 6,7% |
| VNindex | 1,4%  | 3,2%  | 5,4% |

### Tỷ lệ sở hữu

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Chủ tịch và người liên quan | 49%   |
| Quý ngoại                   | 7,75% |

### Chuyên viên phân tích

Phạm Thu Hường

[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 CHĂN NUÔI HEO**

**Giá heo điều chỉnh tăng mạnh sau Tết**

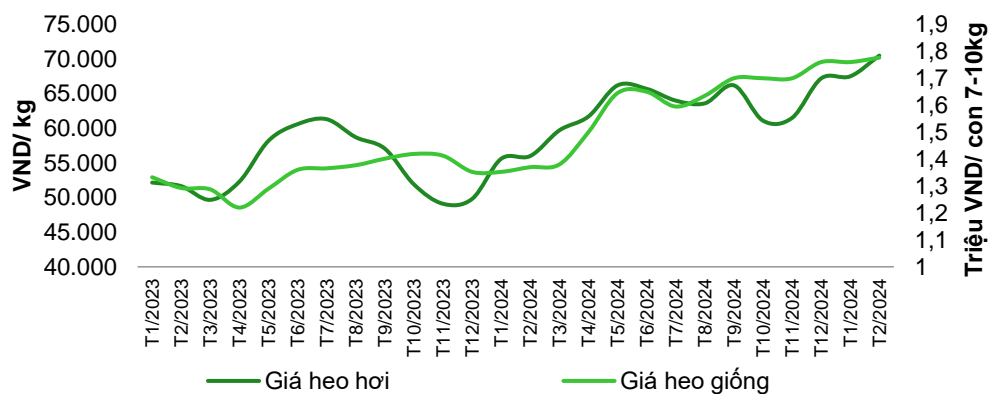
Giá heo hơi **tăng khá mạnh trong 2 quý đầu năm 2024**, từ 55.000 đồng/kg và đạt đỉnh vào tháng 5 ở mức 66.000 đồng/kg do nguồn cung thiếp hụt. Nguyên nhân là do giá TACN và dịch ASF hoành hành khiến nông hộ bán chạy đàn nhiều.

**Bước sang quý 3, đà tăng đã chững lại, mức giá dao động trong vùng 64.000 – 66.000 đồng/kg** do nguồn heo Campuchia và Thái Lan bắt đầu được nhập về Việt Nam khiến giá heo bắt đầu giảm nhẹ khoảng 1-8% mom. Mặc dù tình hình nhập lậu được kiểm soát chặt hơn ngay sau đó, các bếp ăn tập thể và trường học bắt đầu mở lại đã khiến nhu cầu được cải thiện vào cuối tháng 8/2024.

**Giá heo hơi bắt đầu ghi nhận mức điều chỉnh về 61.500 đồng/kg từ tháng 10** do lượng heo bán chạy đàn của hộ chăn nuôi tăng cao vì luật chăn nuôi sắp đến gần và dịch bệnh ASF nhen nhóm trở lại.

**Sau dịp Tết Nguyên đán (T2/2025), giá heo bắt ngờ tăng mạnh lên mức 70.500 đồng/kg (tăng 30% yoy và 15% so với mức đáy ở tháng 11)**. Nguyên nhân là do nguồn heo bán chạy dịch và xả đàn từ hộ chăn nuôi đã cạn kiệt, khiến cung heo thiếu hụt mạnh.

**Hình 1: Diễn biến giá heo hơi và heo giống**



Nguồn: Anova Feed

**Nhu cầu tái đàn có dấu hiệu trở lại từ quý 2/2024. Giá heo giống duy trì ở mức cao**

Trong năm 2024, tổng lượng heo giống nhập về VN từ đầu năm đạt 4.088 con (giảm 25% yoy). Nguyên nhân chủ yếu do dịch bệnh ASF bùng phát rải rác trong nửa đầu năm cùng mặt bằng giá thịt heo chưa thực sự hấp dẫn để kích thích hoạt động tái đàn. Nhu cầu nhập heo giống thấp khiến giá heo giống loại 7-10kg/con ghi nhận mức khá thấp, chỉ khoảng 1,35 triệu đồng/con.

Tuy nhiên, bước sang quý 3, mặt bằng giá heo hơi tăng đều từ 3-4% mom do (1) đàn heo của hộ chăn nuôi bị giảm mạnh từ nửa cuối 2023 (do không chịu được áp lực từ dịch bệnh và chi phí leo thang) khiến nguồn cung bắt đầu giảm rõ rệt, (2) các công ty lớn hạn chế bán giống mà ưu tiên giữ lại cho trang trại của mình trong bối cảnh luật chăn nuôi bắt đầu có hiệu lực, (3) nhu cầu tái đàn nhen nhóm trở lại khi dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn và nhu cầu về thịt lợn được kỳ vọng tăng cao ở cuối năm trước thềm dịp Tết nguyên đán. Theo đó, lượng heo giống nhập về tăng mạnh ở quý 2 với 784 con (tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ). Sang tháng 9 và 10, cả nước tiếp tục nhập thêm 330 con heo giống (chủ yếu do các doanh nghiệp lớn nhập), khiến giá heo giống tăng mạnh lên 1,7 triệu đồng/con 7-10 kg (+21% qoq).

Bước sang T1/2025, nhu cầu nhập khẩu heo giống tiếp tục tăng cao do luật chăn nuôi bắt đầu có hiệu lực, lượng heo giống nhập về đạt 459 con, trong khi cùng kỳ năm trước không ghi nhận đơn hàng nào nhập về, khiến giá heo giống tiếp tục tăng lên 1.76 triệu đồng/con (+4% so với cuối năm 2024).

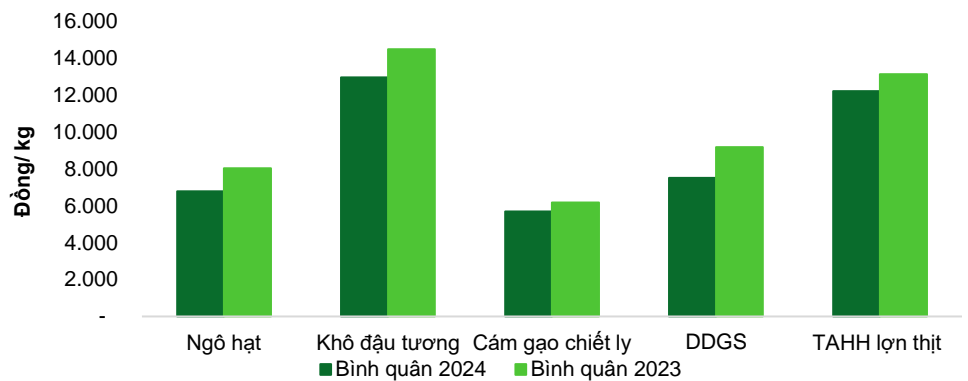
### Dịch tả châu Phi tiếp tục có diễn biến phức tạp

Trong tháng đầu năm 2025, dịch ASF tiếp tục có diễn biến phức tạp tại Việt Nam, các ổ dịch tập trung ở Miền Bắc và Miền Trung. Bên cạnh đó, giám sát cửa khẩu được nói lỏng, heo Campuchia được xuất qua cửa khẩu Việt Nam để hỗ trợ cho nguồn cung thiếu hụt trong nước, khiến nguy cơ lây lan càng tăng cao.

### Giá ngũ cốc ghi nhận giảm so với cùng kỳ, chi phí nuôi heo ước tính giảm 19% yoy trong năm 2024.

**Mặt bằng giá ngũ cốc trong năm 2024 giảm so với cùng kỳ**, trong đó giá ngô, khô đậu tương, cám gạo chiết ly, DDGS giảm lần lượt là 15,7%; 10,6%; 7,9% và 18,2% yoy, đặc biệt TAHH lợn thịt giai đoạn vỗ béo đến xuất chuồng giảm 6,8% yoy. Trong năm 2024 nước ta đã nhập khẩu thêm 22,4 triệu tấn nguyên liệu TACN, đảm bảo nguồn cung nguyên liệu ổn định cho ngành chăn nuôi. Do đó, giá TACN được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ổn định cho đến nửa đầu năm 2025.

**Hình 2: Mặt bằng giá ngũ cốc so với cùng kỳ**



Nguồn: Nhachannuoi.vn

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

### Cập nhật KQKD 4Q2024

| Tiêu chí (tỷ VND)   | Q4.2023 | Q4.2024 | % YOY  | Lũy kế 2023 | Lũy kế 2024 | %YOY   | Nguyên nhân   |
|---------------------|---------|---------|--------|-------------|-------------|--------|---|
| Doanh thu           | 2.614   | 3.611   | 38%    | 11.110      | 13.574      | 22%    | Giá heo năm 2024 đạt bình quân 62.000 VND/kg (tăng 15% yoy). Tổng heo cái đạt hơn 72 nghìn con (tăng 21% yoy), theo đó doanh thu mảng chăn nuôi tăng cả về chất lẫn lượng, ghi nhận mức tăng 31% yoy cho riêng quý 4 và 30% yoy cho cả năm 2024.  |
| -Chăn nuôi          | 2.615   | 3.426   | 31%    | 10.147      | 13.206      | 30%    |   |
| -Vật liệu, hàng hóa | 134     | 129     | -4%    | 611         | 665         | 9%     | Cuối năm, công ty ghi nhận thêm doanh thu từ dự án Cảng DBC giai đoạn 2, Trung tâm thương mại Huyện Quang và Lý Thái Tổ.  |
| -BDS                | 9       | 225     | 2400%  | 769         | 262         | -66%   |   |
| LNST                | 6       | 239     | 3883%  | 25          | 769         | 2.976% |   |
| Biên ròng           | 0,23%   | 6,6%    | +6,37% | 0,23%       | 5,7%        | +5,47% | Chúng tôi ước tính chi phí nuôi bình quân giảm 19% yoy trong năm 2024 do giá ngũ cốc giảm 7% - 22% yoy. Bên cạnh đó, nhờ việc tự phát triển vaccine có hiệu quả, DBC không còn ghi nhận chi phí tiêu hủy heo chết. Nhờ những yếu tố trên, biên lợi nhuận của DBC tăng trưởng 5% trong năm 2024. |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

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

Theo Luật chăn nuôi, chăn nuôi trong khu vực dân cư bị nghiêm cấm (khoản 1 Điều 12 Luật chăn nuôi 2018), bắt đầu có hiệu lực kể từ 2025, trong đó quy định 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. Tình hình dịch bệnh phức tạp cùng giá thức ăn chăn nuôi tăng cao đã khiến **thị phần chăn nuôi lợn của nông hộ giảm từ 70% về còn 49%**, cho đến cuối năm 2024 có thêm nhiều hộ dân bán xả đàn để treo chuông do bộ luật sắp có hiệu lực khiến thị phần chuyển dịch gần như hoàn toàn về phía doanh nghiệp.

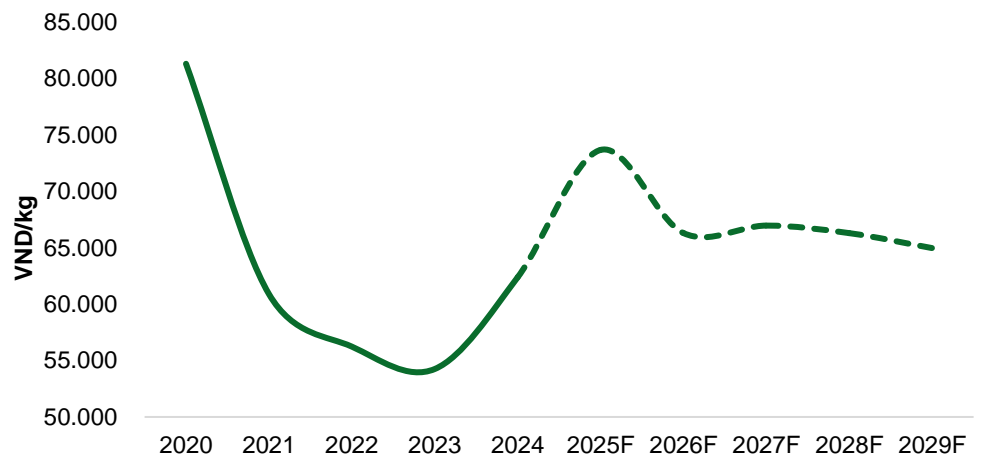
**Quy mô đàn heo cả nước được dự báo gia tăng nhẹ trong 2025 xong thị phần lại có sự thay đổi. Giá heo hơi được dự báo sẽ tiếp tục đà tăng trong 2025**

Chúng tôi thay đổi dự báo so với báo cáo gần nhất, **giá heo có thể vẫn tiếp tục đà tăng tối đa lên mức khoảng 81.800 VND/kg trong năm 2025, giá heo hơi bình quân cả năm được dự báo đạt 73.661 VND/kg (tăng 18% yoy)**. Nguyên nhân là do:

- (1) Nguồn cung heo trở nên khan hiếm sau đợt bán chạy dịch cuối năm, cùng tác động của luật chăn nuôi đã có hiệu lực ngay trong quý đầu năm 2025. Trong khi đó, nguồn cung heo gia tăng từ tái đàn của doanh nghiệp chưa thực sự đáng kể trong thời gian này, tạo ra một khoảng trống thiếu cung cục bộ ngắn hạn.
- (2) Kế hoạch tăng trưởng kinh tế của chính phủ trong năm nay đã đặt mục tiêu lạm phát cao hơn mọi năm (4.5% - 5.0%). Theo đó, chúng tôi cho rằng khả năng xảy ra hoạt động điều tiết giá heo sẽ thấp hơn và ít quyết liệt hơn giai đoạn 2020 (khi giá thịt heo vượt 80.000 đồng/kg).

Điều này, **hỗ trợ cho đà tăng trưởng doanh thu của DBC trong năm 2025.**

**Hình 3: Giá heo hơi được dự báo điều chỉnh giảm trong nửa cuối năm 2025**



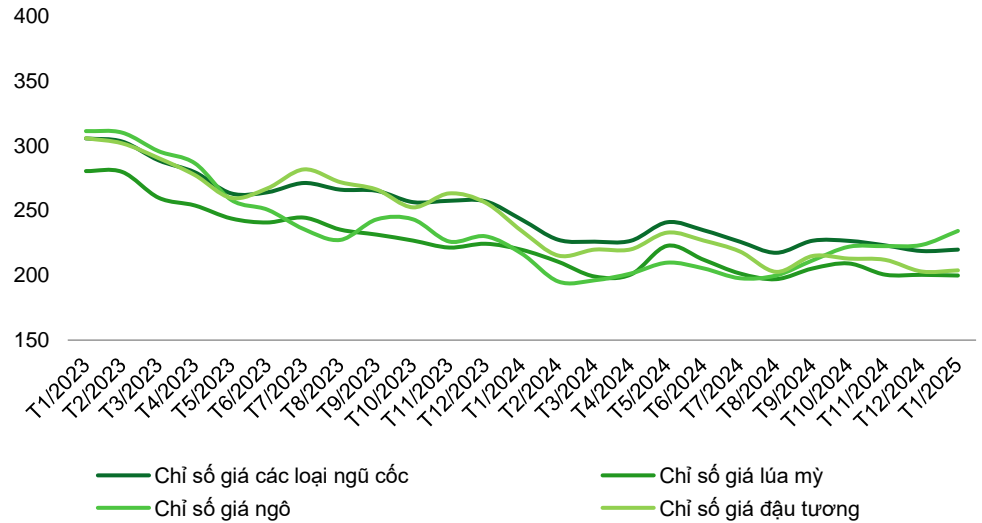
Nguồn: ANOVA Feed, VCBS dự báo

**Giá các loại ngũ cốc đang có xu hướng đi ngang và được dự báo có thể hồi phục nhẹ trong thời gian tới**

Chỉ số giá các loại ngũ cốc bình quân năm 2024 giảm lần lượt từ 16-21% yoy, xong bắt đầu đảo chiều tăng ở các tháng cuối năm. Tính đến tháng 1/2025, giá các loại ngũ cốc tăng nhẹ 0,5% mom, trong đó có giá ngô (nguyên liệu chính trong TACN heo) tăng 4,8% yoy. Theo dự báo của USDA, trong vụ 2024/2025, sản lượng các loại hạt thô và ngô toàn cầu sẽ đạt lần lượt là 1.494,3 triệu tấn (-0,8% yoy) và 1.214,3 triệu tấn (-1,3% yoy) do sản lượng sụt giảm chủ yếu ở thị trường Mỹ, tuy nhiên điều kiện thời tiết thuận lợi ở Brazil và Argentina khiến sản lượng ở 2 nước này sẽ bù đắp một phần sự sụt giảm ở Mỹ. **Chúng tôi dự báo, giá ngũ cốc sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong năm 2025, ảnh hưởng đến chi phí TACN, tuy nhiên giá heo hơi vẫn duy trì đà tăng**

trong năm nên BLN của các doanh nghiệp chăn nuôi sẽ không bị ảnh hưởng nhiều. Dự báo, biên lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi của DBC sẽ đạt 19% (tăng 1,4% yoy).

**Hình 4: Chỉ số giá các loại ngũ cốc bắt đầu tạo đáy**



Nguồn: IGC

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

Tháng 8/2024, vaccine AFS của DBC nhận Giấy chứng nhận Thực hành tốt sản xuất thuốc (GMP-WHO). Doanh nghiệp đang khẩn trương hoàn thiện thủ tục đồng bộ hóa Nhà máy sản xuất và công tác thử nghiệm cuối cùng để thương mại hóa sản phẩm vào năm 2025.

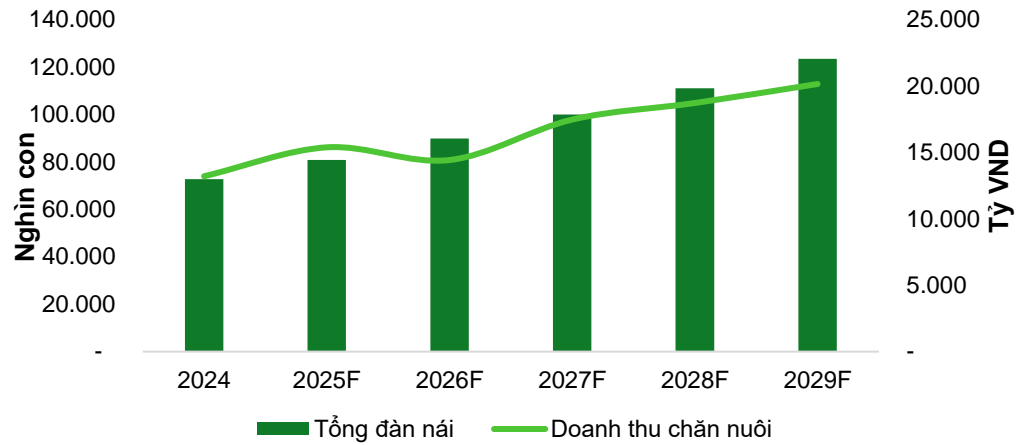
Chúng tôi **ước tính** với **công suất ban đầu đạt 16% công suất thiết kế** (200 triệu liều/năm), DBC sẽ sử dụng nội bộ 2,4 triệu liều cho đàn heo của mình. Phần còn lại sẽ được bán ra bên ngoài, tương ứng với **mức doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 1.184 tỷ và 59,2 tỷ VND trong năm 2025.**

**Tích cực hoàn thiện các dự án dang dở, tăng quy mô đàn heo tại 3 trang trại mới hoàn thành vào 2026 và 2027**

Trong năm 2024, công ty đã phát hành thêm hơn 92,67 triệu cổ phiếu để huy động vốn hoàn hiện nhà máy ép và tinh luyện dầu đậu nành, hoàn thiện quá trình nghiên cứu và thử nghiệm vaccine, xây dựng trang trại lợn giống và lợn thương phẩm. Trong đó, dự án nhà máy ép dầu giai đoạn 2 có công suất 1.000 tấn/ngày, trại lợn Thanh Hóa và Quảng Ninh với quy mô mỗi trại khoảng 3.000-3.600 heo nái và 50.000 heo thịt, trại Thái Nguyên quy mô 5.000 nái và 70.000 thịt. Dự kiến, các dự án này sẽ được hoàn thành trong năm 2026 và 2027.

**Dự báo tổng đàn của DBC sẽ tăng trưởng 11% yoy trong năm 2025. Chúng tôi dự báo BLN gộp của DBC sẽ đạt 18,1% (tăng 3,9% yoy),** do: (1) giá heo hơi vẫn duy trì ở mặt bằng cao trong năm 2025, (2) sản lượng gia tăng nhờ thị phần ngành chăn nuôi dịch chuyển sang các doanh nghiệp, (3) DBC khai thác thêm được mảng vaccin để cải thiện doanh thu.

Hình 5: Dự phóng tổng đàn nái và doanh thu chăn nuôi của DBC



Nguồn: VCBS dự báo

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

### Một số giả định cho dự báo

| Tiêu chí                | 2024    | 2025F     | %YOY | 2026F     | %YOY | Nguyên nhân   |
|-------------------------|---------|-----------|------|-----------|------|---|
| <b>Giá bán</b>          |         |           |      |           |      |   |
| Heo hơi (VND/kg)        | 62.375  | 73.661    | 18%  | 66.295    | -10% | Tổng đàn bị sụt giảm ở thời điểm cuối năm 2024 sau một đợt bán chạy dịch và xả đàn. Giá heo hơi neo cao ngay từ đầu năm 2025.               |
| TACN (triệu đồng/ tấn)  | 14,52   | 14,66     | 1%   | 14,95     | 2%   | Sản lượng ngũ cốc ở Mỹ được dự báo giảm, khiến giá TACN có thể tăng nhẹ trở lại trong năm 2025.   |
| Vacxin (VND/liều)       |         | 37.000    |      | 37.000    |      | Dựa trên giá bình quân thị trường   |
| <b>Sản lượng</b>        |         |           |      |           |      |   |
| Heo giống (con)         | 84.517  | 93.966    | 11%  | 104.472   | 11%  | Quy mô đàn tăng tự nhiên. Do có vaccine hiệu quả nên không còn heo bị tiêu hủy.   |
| Heo hơi cai sữa (con)   | 966.664 | 1.011.233 | 5%   | 1.048.084 | 4%   | Vaccine hiệu quả cùng việc hợp tác với đối tác chiến lược với chuyên môn cao sẽ giúp DBC nâng cao hiệu suất và chất lượng đàn lợn của mình. |
| Thịt lợn (tấn)          | 43.200  | 51.840    | 20%  | 62.208    | 20%  |   |
| TACN bán ra ngoài (tấn) | 247.866 | 206.505   | -17% | 154.814   | -25% | Tổng đàn mở rộng nên lượng TACN của doanh nghiệp sẽ dùng để tiêu thụ nội bộ nhiều hơn.  |
| Vacxin (triệu liều)     |         | 32        |      | 32        | 0%   | Kỳ vọng công suất bán ra ngoài đạt 16% công suất thiết kế.  |

### Dự báo lợi nhuận và định giá

Chúng tôi dự báo năm 2025, LNST của DBC sẽ đạt 1.536 tỷ VND (tăng 99,7% yoy), nhờ giá heo hơi được dự báo duy trì đà tăng và giá nguyên liệu đầu vào TACN ổn định hoặc tăng không đáng kể cho đến nửa đầu năm 2025, bên cạnh đó mảng vacxin sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện lợi nhuận. Chúng tôi đưa ra mức giá khuyến nghị là 38.600 VND/CP, tương đương với P/E mục tiêu đạt 8,4x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 70/30.

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

Chi phí VCSH = 17,9% theo CAPM ( $R_f = 2,9\%$ , Risk premium = 10%, Beta = 1,5)

Chi phí vay = 4,57%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 8,23%

**Định giá bằng FCFF:**

| FCFF: triệu đồng                                      | 2025F          | 2026F          | 2027F          | 2028F            | 2029F              |
|---|----------------|----------------|----------------|------------------|--------------------|
| EBIT  | 1.945.999      | 1.485.426      | 1.778.397      | 1.903.660        | 2.049.366          |
| Khấu hao  | 739.208        | 839.208        | 939.208        | 1.039.208        | 1.139.208          |
| Thay đổi WC   | (541.840)      | (222.325)      | (938.338)      | (353.701)        | (543.094)          |
| CAPEX   | (1.000.000)    | (1.000.000)    | (1.000.000)    | (1.000.000)      | (1.000.000)        |
| <b>FCFF</b>   | <b>956.671</b> | <b>959.800</b> | <b>608.652</b> | <b>1.406.534</b> | <b>1.448.868</b>   |
| <b>NPV giai đoạn 2025-2029F</b>                       |                |                |                |                  | <b>4.239.304</b>   |
| <b>NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 1,5%)</b> |                |                |                |                  | <b>13.802.677</b>  |
| <b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>                      |                |                |                |                  | <b>18.041.980</b>  |
| <b>Trừ: Vay nợ ròng</b>                               |                |                |                |                  | <b>5.692.759</b>   |
| <b>Giá trị VCSH</b>                                   |                |                |                |                  | <b>12.786.663</b>  |
| <b>Số lượng CPLH (cp)</b>                             |                |                |                |                  | <b>334.669.145</b> |
| <b>Định giá</b>                                       |                |                |                |                  | <b>38.207</b>      |

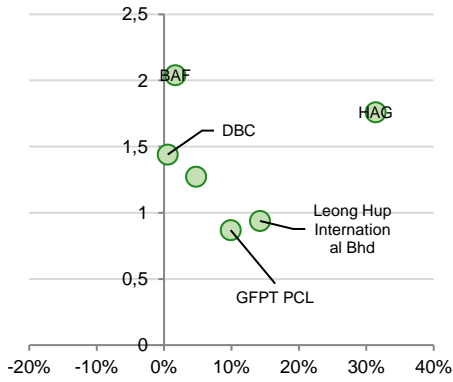
**Phương pháp so sánh P/E**

(Tham khảo phụ lục 1)

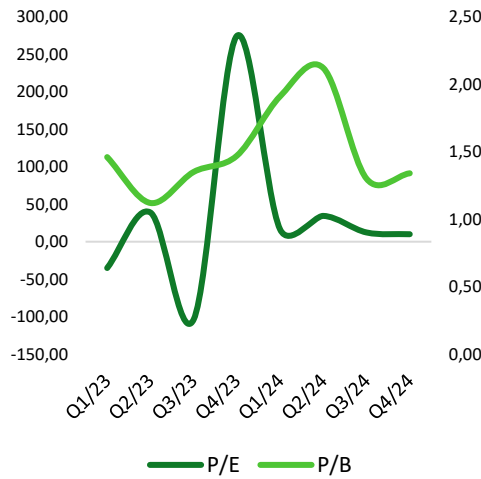
| Biến số                       | Hệ số áp dụng |
|-------------------------------|---------------|
| LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)  | 1.225         |
| P/E trung bình ngành          | 10,2          |
| Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)    | 12.495        |
| Số lượng CPLH (tr.cp)         | 335           |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b> | <b>39.517</b> |

**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

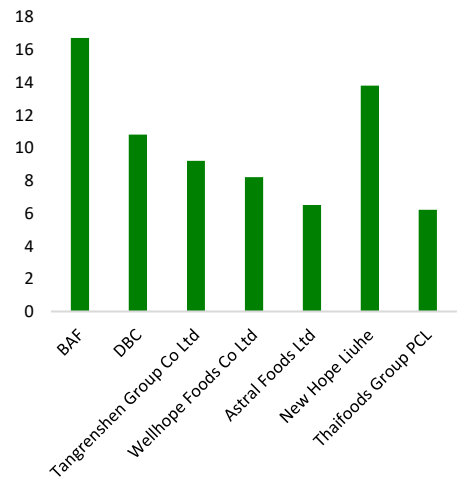
**Tương quan P/B và ROE**



**Lịch sử định giá**

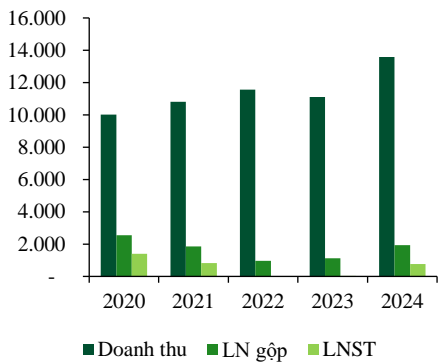


**P/E ngành**

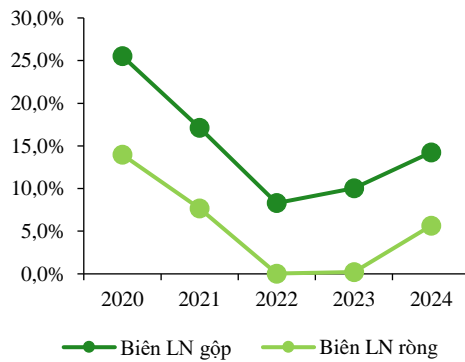


**KẾT QUẢ KINH DOANH**

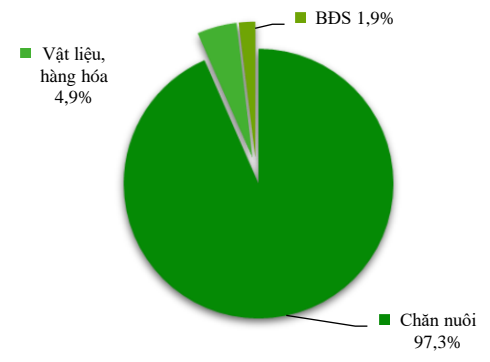
**Doanh thu và lợi nhuận**



**Biên lợi nhuận**

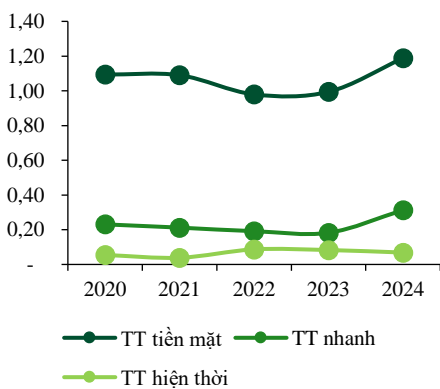


**Cơ cấu doanh thu**

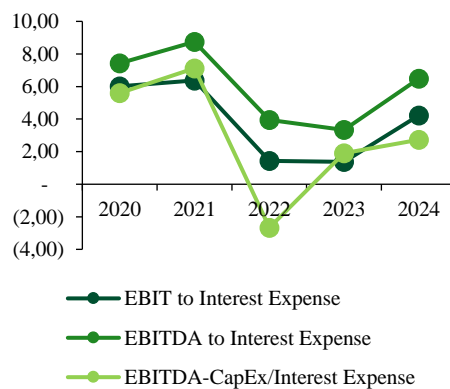


**SỨC KHỎE TÀI CHÍNH**

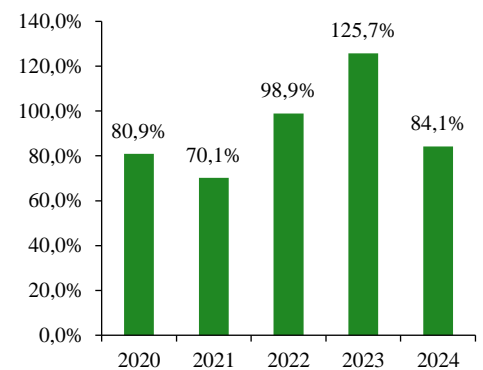
**Khả năng thanh toán**



**Thanh toán lãi vay**



**Nợ/VCSH**





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

| <b>Kết quả kinh doanh</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025F</b> | <b>2026F</b> | <b>2027F</b> | <b>Cân đối kế toán</b>  | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025F</b> | <b>2026F</b> | <b>2027F</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần           | 11.110      | 13.574      | 17.343       | 16.490       | 19.745       | <b>Tài sản</b>          |             |             |              |              |              |
| - Giá vốn hàng bán        | 9.996       | 11.641      | 14.211       | 13.879       | 16.612       | + Tiền                  | 592         | 439         | 561          | 534          | 639          |
| Lợi nhuận gộp             | 1.114       | 1.932       | 3.132        | 2.611        | 3.133        | + ĐTTTC ngắn hạn        | 490         | 1.371       | 1.371        | 1.371        | 1.371        |
| - Chi phí bán hàng        | 432         | 469         | 650          | 618          | 740          | + Phải thu              | 222         | 197         | 355          | 315          | 362          |
| - Chi phí quản lí DN      | 356         | 392         | 555          | 528          | 632          | + Hàng tồn kho          | 5.494       | 5.303       | 6.836        | 6.847        | 7.963        |
| Lợi nhuận HĐKD            | 325         | 1.071       | 1.926        | 1.465        | 1.761        | + Khác                  | 302         | 314         | 401          | 381          | 456          |
| EBIT                      | -1          | 2           | 2            | 2            | 2            | <b>Tài sản ngắn hạn</b> | 7.101       | 7.624       | 9.524        | 9.448        | 10.792       |
| - Chi phí lãi vay         | -33         | -45         | 0            | 0            | 0            | + Tài sản dài hạn       | 8.693       | 9.885       | 10.885       | 11.885       | 12.885       |
| LNTT                      | 360         | 1.115       | 1.946        | 1.485        | 1.778        | + Khấu hao lũy kế       | 3.069       | 3.692       | 4.432        | 5.271        | 6.210        |
| - Thuế TNDN               | 262         | 264         | 0            | 0            | 0            | + Tài sản dài hạn       | 5.624       | 6.192       | 6.453        | 6.614        | 6.675        |
| LNST                      | 98          | 851         | 1.699        | 1.270        | 1.588        | + ĐTTTC dài hạn         | 10          | 10          | 10           | 10           | 10           |
| - Lợi ích CĐTS            | 73          | 82          | 163          | 122          | 152          | + Khác                  | 276         | 291         | 372          | 354          | 424          |
| LNST CĐ CT Mẹ             | 25          | 769         | 1.536        | 1.148        | 1.436        | <b>Tài sản dài hạn</b>  | 5.910       | 6.494       | 6.835        | 6.978        | 7.108        |
| EPS (đ)                   | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>Tổng Tài sản</b>     | 13.012      | 14.118      | 16.360       | 16.425       | 17.900       |
| EBITDA                    | 25          | 769         | 1.536        | 1.148        | 1.436        | <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)       | 796         | 763         | 1.797        | 1.571        | 1.698        |
| Doanh thu                 | -3,9%       | 22,2%       | 27,8%        | -4,9%        | 19,7%        | + Vay ngắn hạn          | 4.841       | 4.928       | 4.503        | 3.856        | 3.707        |
| LN HĐKD                   | 52,9%       | 229,2%      | 79,8%        | -24,0%       | 20,2%        | + Khác                  | 1.505       | 726         | 928          | 882          | 1.056        |
| LNST                      | 381,4%      | 2975,4%     | 99,7%        | -25,3%       | 25,1%        | <b>Nợ ngắn hạn</b>      | 7.142       | 6.417       | 7.228        | 6.310        | 6.461        |
| EBIT                      | 381,4%      | 2975,4%     | 99,7%        | -25,3%       | 25,1%        | + Vay dài hạn           | 1.026       | 764         | 611          | 459          | 306          |
| EPS                       | 39,0%       | 210,1%      | 74,6%        | -23,7%       | 19,7%        | + Phải trả dài hạn      | 177         | 170         | 218          | 207          | 248          |
| Tổng tài sản              | 390,5%      | 2493,4%     | 99,7%        | -25,3%       | 25,1%        | <b>Nợ dài hạn</b>       | 1.204       | 935         | 829          | 666          | 554          |
| Nợ vay                    | 0,3%        | 8,5%        | 15,9%        | 0,4%         | 9,0%         | <b>Tổng nợ</b>          | 8.345       | 7.352       | 8.058        | 6.975        | 7.014        |
| VCSH                      | 27,8%       | -3,0%       | -10,2%       | -15,6%       | -7,0%        | + Vốn điều lệ           | 2.420       | 2.420       | 3.347        | 3.347        | 3.347        |
| <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               | 10,0%       | 14,2%       | 18,1%        | 15,8%        | 15,9%        | + Thặng dư              | 418         | 822         | 822          | 822          | 822          |
| Tỷ suất LNST              | 0,2%        | 5,7%        | 8,9%         | 7,0%         | 7,3%         | + LN giữ lại            | 1.828       | 2.597       | 4.133        | 5.281        | 6.717        |
| ROE DuPont                | 0,5%        | 13,5%       | 20,4%        | 12,9%        | 14,1%        | + Lợi ích CĐTS          | 0           | 1           | 1            | 1            | 1            |
| ROA DuPont                | 0,2%        | 5,7%        | 10,1%        | 7,0%         | 8,4%         | <b>Vốn chủ sở hữu</b>   | 4.666       | 6.766       | 8.302        | 9.450        | 10.886       |
| Tỷ suất EBIT              | 3,2%        | 8,2%        | 11,2%        | 9,0%         | 9,0%         | <b>Tổng nguồn vốn</b>   | 13.012      | 14.118      | 16.360       | 16.425       | 17.900       |
| LNTT / LNST               | 25,6%       | 90,4%       | 90,4%        | 90,4%        | 90,4%        | <b>Lưu chuyển tiền</b>  | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024F</b> | <b>2025F</b> | <b>2026F</b> |
| LNTT / EBIT               | 27,2%       | 76,3%       | 87,3%        | 85,5%        | 89,3%        | <b>Tiền đầu năm</b>     | 627         | 592         | 439          | 561          | 534          |
| Vòng quay TTS             | 0,9         | 1,0         | 1,1          | 1,0          | 1,2          | <b>LNST</b>             | 25          | 769         | 1.536        | 1.148        | 1.436        |
| Đòn bẩy tài chính         | 2,8         | 2,4         | 2,0          | 1,8          | 1,7          | + Khấu hao lũy kế       | 547         | 639         | 739          | 839          | 939          |
| ROIC                      | 0,3%        | 6,7%        | 11,9%        | 8,4%         | 10,0%        | + Điều chỉnh            | 1           | -7          | -34          | 8            | -29          |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024F</b> | <b>2025F</b> | <b>2026F</b> | + Thay đổi VLĐ          | -1.512      | -845        | -542         | -222         | -938         |
| Số ngày tồn kho           | 7,8         | 5,6         | 5,8          | 7,4          | 6,3          | <b>Tiền từ HĐKD</b>     | -939        | 557         | 1.700        | 1.773        | 1.408        |
| Số ngày phải thu          | 195,4       | 169,3       | 155,9        | 179,9        | 162,7        | + Thanh lý TSCĐ         | 84          | 1           | 0            | 0            | 0            |
| Số ngày phải trả          | 53,4        | 24,4        | 32,9         | 44,3         | 35,9         | + Mua sắm TSCĐ          | -375        | -988        | -1.000       | -1.000       | -1.000       |
| Luân chuyển tiền          | 149,8       | 150,5       | 128,8        | 143,0        | 133,1        | + 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                  | 5           | -878        | 0            | 0            | 0            |
| TT hiện hành              | 0,99        | 1,19        | 1,32         | 1,50         | 1,67         | <b>Tiền từ HĐĐT</b>     | -286        | -1.864      | -1.000       | -1.000       | -1.000       |
| TT nhanh                  | 0,18        | 0,31        | 0,32         | 0,35         | 0,37         | + Cổ tức đã trả         | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| TT tiền mặt               | 0,08        | 0,07        | 0,08         | 0,08         | 0,10         | + Tăng (giảm) vốn       | 0           | 1.331       | 0            | 0            | 0            |
| Nợ / Tài sản              | 0,45        | 0,40        | 0,31         | 0,26         | 0,22         | + Nợ ngắn hạn           | 12.274      | 13.758      | -425         | -647         | -149         |
| Nợ / Vốn sử dụng          | 0,56        | 0,46        | 0,38         | 0,31         | 0,27         | + Nợ dài hạn            | -11.084     | -13.933     | -153         | -153         | -153         |
| Nợ / Vốn CSH              | 1,26        | 0,84        | 0,62         | 0,46         | 0,37         | + Khác                  | 0           | -2          | 0            | 0            | 0            |
|                           |             |             |              |              |              | <b>Tiền từ HĐTC</b>     | 1.190       | 1.155       | -578         | -800         | -302         |
|                           |             |             |              |              |              | Lưu chuyển tiền         | -35         | -153        | 122          | -28          | 105          |
|                           |             |             |              |              |              | <b>Tiền cuối năm</b>    | 592         | 439         | 561          | 534          | 639          |

## 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>