

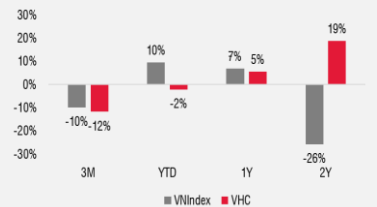
## Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 30/11/2023  
**Ngành:** THỦY SẢN  
**CVPT:** Hoàng Anh Tuấn  
**Email:** [tuanha2@ssi.com.vn](mailto:tuanha2@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-28 3636 3688 ext. 3089

**Khuyến nghị:** **TRUNG LẬP**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **77.300 Đồng**  
 Giá CP ngày 30/11/2023: 66.000 Đồng  
 % Tăng giá: **+17,1%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 527  
 Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 12.775  
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 187  
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 905.373  
 Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 86,3/53,3  
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 69,4  
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 31,04  
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

VHC là nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam. Công ty đã tăng trưởng và trở thành nhà xuất khẩu hàng đầu Việt Nam từ năm 2010. Hoạt động kinh doanh chính của VHC là xuất khẩu cá tra phi lê đông lạnh và sản xuất các loại phụ phẩm và sản phẩm về cá. VHC là một trong số ít những công ty thủy sản Việt Nam có chuỗi cung ứng tích hợp sở hữu toàn bộ chuỗi giá trị từ nuôi trồng, sản xuất thức ăn thủy sản, chế biến, sản xuất cá đông lạnh và lưu trữ kho lạnh. Công ty tập trung mở rộng kinh doanh thủy sản bằng việc mua lại Công ty Xuất nhập khẩu Vạn Đức Tiền Giang.

## Quá trình phục hồi đẩy sang nửa cuối năm 2024

**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống **TRUNG LẬP** (từ KHẢ QUAN) đối với cổ phiếu VHC, với giá mục tiêu là **77.300 đồng/cổ phiếu** (từ 94.700 đồng/cổ phiếu), do chúng tôi điều chỉnh giảm 25% và 17% dự báo lợi nhuận lần lượt cho năm 2023 và 2024, do giá bán cá phục hồi với tốc độ chậm hơn dự kiến. Với giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá đối với cổ phiếu là 17% và VHC hiện giao dịch ở mức P/E năm 2024 là 9x, nằm trong vùng P/E 10 năm từ 6x-12x.

- KQKD 3Q/2023:** Trong Q3/2023, VHC công bố doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 2,7 nghìn tỷ đồng (giảm 17% svck, giảm 1% so với quý trước) và 201 tỷ đồng (giảm 56% svck và giảm 56% so với quý trước), lần lượt hoàn thành 66% và 88% kế hoạch năm của công ty. VHC ghi nhận mức giảm doanh thu lớn hơn so với các đối thủ như ANV (giảm 11% svck, tăng 2% so với quý trước) và IDI (giảm 11% svck, giảm 4% so với quý trước), do thị trường Mỹ là thị trường có mức giảm lớn nhất về xuất khẩu cá tra từ Việt Nam. **Giá bán trung bình tại thị trường Mỹ tiếp tục giảm 18% so với quý trước (giảm 38% svck), thay vì duy trì ổn định như chúng tôi dự đoán ban đầu.**
- Ước tính lợi nhuận:** Cho năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 10,2 nghìn tỷ đồng (giảm 23% svck) và 1,1 nghìn tỷ đồng (giảm 46% svck). Ngược với dự báo trước đây của chúng tôi là giá bán trung bình sẽ phục hồi trong Q4/2023, thì trong nửa đầu Q4/2023 giá bán trung bình thấp hơn 10% so với mức bình quân tháng trong Q3/2023. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng sẽ lần lượt đạt 11,9 nghìn tỷ đồng (tăng 16% svck) và 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng 30% svck). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tại thị trường Châu Âu và Trung Quốc sẽ phần nào bù đắp cho mức sụt giảm về sản lượng tiêu thụ tại Mỹ trong nửa đầu năm 2024, và dự kiến nhu cầu ở thị trường Mỹ sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2024. Chúng tôi giả định giá bán bình quân sẽ duy trì ở mức hiện tại và chỉ tăng lên trong nửa cuối năm 2024 – cùng lúc với sự phục hồi nhu cầu tại Mỹ. Từ chu kỳ trước đó, sẽ phải mất khoảng 1,5-2 năm để giá cá chạm đáy và một chu kỳ diễn ra đầy đủ trong khoảng 4 năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá cá tra có thể hồi phục tích cực trong nửa cuối năm 2024 (khoảng 2 năm để chạm đáy), muộn hơn khoảng hai quý so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi (khoảng 1,5 năm để chạm đáy).
- Quan điểm ngắn hạn:** Chúng tôi cho rằng lợi nhuận sẽ không đạt mức tăng trưởng tích cực trong Q4/2023 và Q1/2024 do sản lượng tiêu thụ yếu và giá bán bình quân thấp. Điều này có thể gây áp lực lên giá cổ phiếu trong hai quý tới. Tuy nhiên, bất kỳ dấu hiệu phục hồi tích cực từ doanh thu và giá bình quân đều sẽ giúp giá cổ phiếu thủy sản có chuyển biến tích cực hơn.
- Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** Giá cá tra thấp hơn dự kiến. Nhu cầu từ thị trường Mỹ yếu hơn dự kiến.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	7.867	7.037	9.054	13.239	10.206	11.854
Lợi nhuận ròng	1.179	719	1.101	1.977	1.083	1.407
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	-18,2%	-39,0%	53,1%	79,5%	-45,2%	29,9%
EPS (VND)	6.371	4.277	6.052	10.865	5.952	7.732
ROE (%)	26,5%	14,3%	20,1%	29,7%	13,3%	15,3%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	4,8%	3,2%	2,9%	0,0%	2,9%
Ng/VCSH (%)	0,18	0,23	0,32	0,31	0,27	0,21
P/E (x)	6,22	9,68	10,38	6,42	11,48	8,83
P/B (x)	1,5	1,47	2,05	1,71	1,45	1,29
EV/EBITDA (x)	4,28	7,04	7,43	4,69	7,63	5,79

Nguồn: VHC, SSI Research

## KQKD Q3/2023

Tỷ đồng	3Q23	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							3Q23	3Q22	2Q23	2022
Doanh thu thuần	2.698	3.261	-17,3%	2.724	-1,0%	66%				
Lợi nhuận gộp	285	625	-54,4%	580	-50,9%		10,6%	19,2%	21,3%	22,5%
Lợi nhuận hoạt động	256	538	-52,3%	532	-51,8%		9,5%	16,5%	19,5%	17,6%
EBIT	264	571	-53,8%	564	-53,2%		9,8%	17,5%	20,7%	18,3%
EBITDA	367	654	-43,9%	661	-44,5%		13,6%	20,0%	24,3%	20,7%
Lợi nhuận trước thuế	229	546	-58,1%	521	-56,1%		8,5%	16,7%	19,1%	17,5%
Lợi nhuận ròng	201	460	-56,3%	457	-56,0%	88%	7,4%	14,1%	16,8%	15,2%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	191	450	-57,7%	439	-56,6%		7,1%	13,8%	16,1%	14,9%

Nguồn: VHC, SSI Research

Trong Q3/2023, VHC công bố doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 2,7 nghìn tỷ đồng (giảm 17% svck, giảm 1% so với quý trước) và 201 tỷ đồng (giảm 56% svck và giảm 56% so với quý trước). **Lợi nhuận ròng trong Q3/2023 thấp hơn ước tính của chúng tôi do giá bán bình quân trong quý giảm (thay vì duy trì ổn định như chúng tôi dự đoán ban đầu)**. Lũy kế 9T2023, VHC đã hoàn thành lần lượt 66% và 88% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2023 của công ty.

**Doanh thu cá tra đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (giảm 32% svck, giảm 9% so với quý trước)**, chiếm 52% tổng doanh thu. Doanh thu cá tra giảm do giá bán bình quân giảm (giảm 38% svck, giảm 16% so với quý trước). Sản lượng tiêu thụ tăng (tăng 9% svck, tăng 11% so với quý trước), trong khi giá bán bình quân vẫn ở mức hạn chế do nhu cầu tiêu dùng của Mỹ yếu (giá trị hàng tồn kho doanh nghiệp của Mỹ vẫn ở mức cao như biểu đồ dưới đây). Doanh thu sản phẩm phụ đạt 523 tỷ đồng (giảm 23% svck, tăng 22% so với quý trước) và doanh thu collagen & gelatin đạt 159 tỷ đồng (giảm 15% svck, giảm 6% so với quý trước).

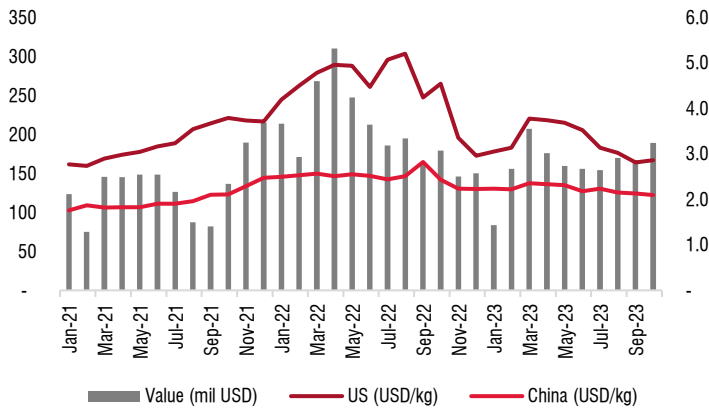
- **VHC ghi nhận mức giảm doanh thu lớn hơn so với các đối thủ như ANV (giảm 11% svck, tăng 2% so với quý trước) và IDI (giảm 11% svck, giảm 4% so với quý trước)**, do thị trường Mỹ là thị trường có mức giảm lớn nhất về xuất khẩu cá tra từ Việt Nam. Tuy nhiên, xét về lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận, thì VHC (biên lợi nhuận ròng là 7,4%) vẫn ghi nhận kết quả vượt trội hơn so với các doanh nghiệp xuất khẩu khác do giá bán bình quân của Mỹ vẫn cao hơn thị trường xuất khẩu nói chung nên lợi nhuận giảm ít hơn. Lợi nhuận ròng của ANV và IDI lần lượt đạt 1 tỷ đồng (giảm 99% svck, biên lợi nhuận ròng là 0,09%) và 19 tỷ đồng (giảm 76% svck, biên lợi nhuận ròng là 1,1%).
- **Đối với VHC, thị trường Mỹ (chiếm 52% doanh thu cá) có mức giảm lớn nhất khiến doanh thu suy yếu và đạt 743 tỷ đồng (giảm 41% svck, giảm 20% so với quý trước)**. Doanh thu tại thị trường Trung Quốc (chiếm 29% doanh thu cá) đạt 414 tỷ đồng (giảm 7% svck, tăng 28% so với quý trước). Ngược lại, thị trường Châu Âu (chiếm 31% doanh thu cá) tăng nhẹ lên 446 tỷ đồng (tăng 5% svck, tăng 10% so với quý trước).

**Theo VHC, doanh thu trong tháng 10 đạt 748 tỷ đồng (giảm 26% svck, giảm 15% so với tháng trước)**, do xuất khẩu sang Mỹ giảm 169 tỷ đồng (giảm 59% svck, giảm 35% so với tháng trước). Xuất khẩu sang thị trường Châu Âu đạt 157 tỷ đồng (tăng 20% svck, giảm 17% so với tháng trước) và xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 80 tỷ đồng (tăng 43% svck, giảm 31% so với tháng trước). Mặc dù doanh thu tháng 10 thấp hơn 7% so với tháng trước, nhưng sản lượng tiêu thụ đi ngang so với mức trung bình tháng trong Q3/2023.

## Cập nhật thị trường: Giá bán vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện.

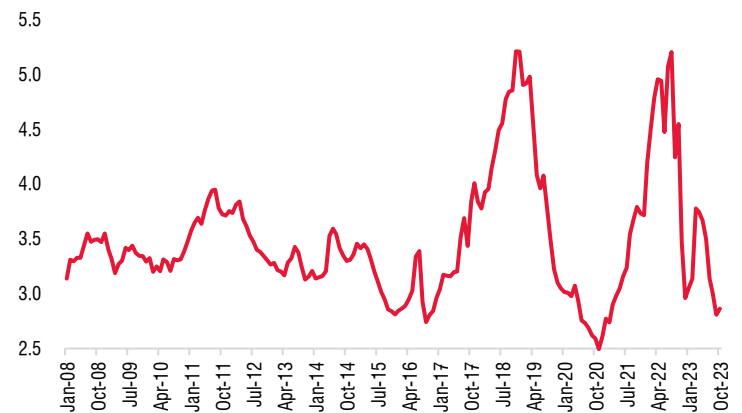
Theo VASEP, tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra của cả nước trong 10T2023 đạt 1,5 tỷ USD (giảm 29% svck). Xuất khẩu của Mỹ và Trung Quốc lần lượt giảm 54% và 23% svck. Giá bán bình quân ở thị trường Mỹ vẫn cao hơn so với thị trường xuất khẩu nói chung. Trong tháng 10/2023, giá bán trung bình ở thị trường Mỹ và Trung Quốc lần lượt đạt 2,9 USD/kg (giảm 37% svck, tăng 2% so với tháng trước) và 2,1 USD/kg (giảm 13% svck, giảm 2% so với tháng trước), tiếp tục xu hướng giảm kể từ tháng 8/2022.

Biểu đồ 1: Giá trị xuất khẩu cá tra và giá bán trung bình tại Mỹ và Trung Quốc



Nguồn: Agromonitor, SSI Research

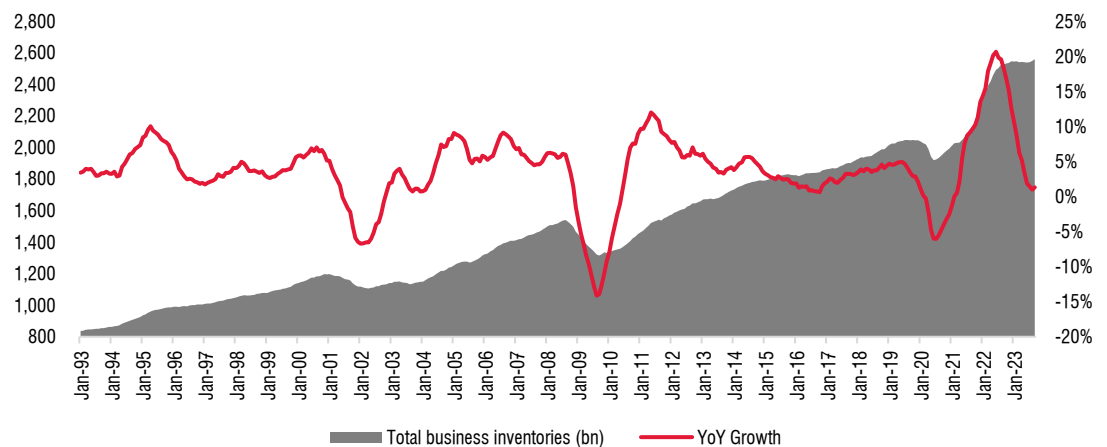
Biểu đồ 2: Giá bán bình quân tại Mỹ



Nguồn: Agromonitor, SSI Research

Theo quan sát từ chu kỳ trước, dự kiến mất khoảng 1,5-2 năm để giá cá chạm đáy và một chu kỳ đầy đủ diễn ra trong khoảng 4 năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng cá tra có thể hồi phục tích cực trong nửa cuối năm 2024 (khoảng 2 năm để chạm đáy), muộn hơn khoảng hai quý so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi (khoảng 1,5 năm để chạm đáy). Tổng giá trị hàng tồn kho tại thị trường Mỹ vẫn ở mức cao nhưng đã bắt đầu giảm với tốc độ chậm.

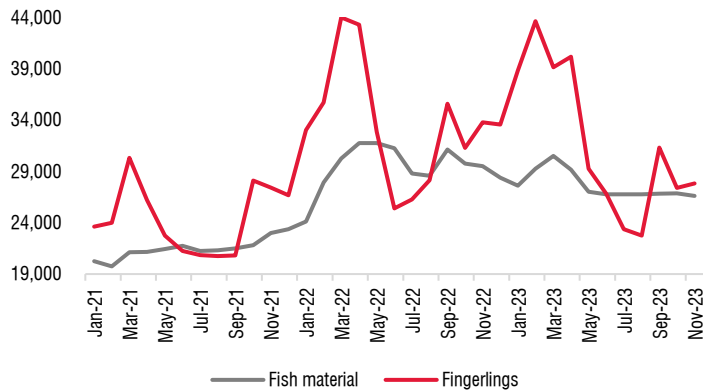
Biểu đồ 3: Tổng giá trị hàng tồn kho doanh nghiệp tại thị trường Mỹ



Nguồn: FRED, SSI Research

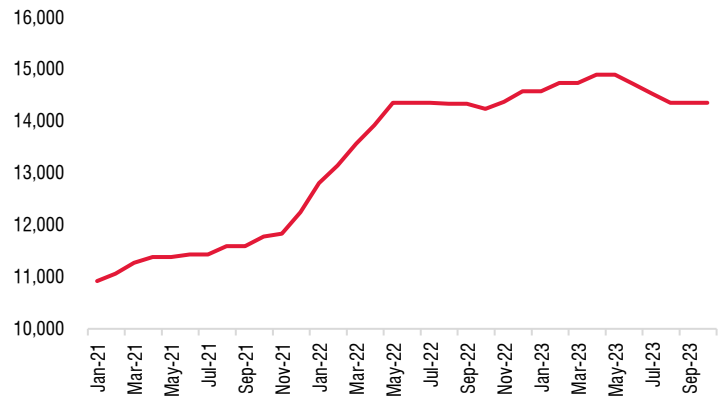
**Về mặt tích cực**, chúng tôi đã quan sát thấy sự sụt giảm của giá cá nguyên liệu và cá giống lần lượt là -10% và -18% svck trong tháng 11/2023. Giá thức ăn thủy sản đầu vào (chiếm 60% giá vốn hàng bán) đạt đỉnh vào tháng 5/2023 và giá bắt đầu giảm từ tháng 6 đến tháng 8/2023. Điều này sẽ hỗ trợ một phần biên lợi nhuận gộp của các công ty chế biến.

**Biểu đồ 4: Giá cá nguyên liệu và cá giống (đồng/kg)**



Nguồn: SSI Research, VASEP

**Biểu đồ 5: Giá bán bình quân thức ăn thủy sản (đồng/kg)**



Nguồn: SSI Research, VASEP

**Văn phòng Đăng ký liên bang Mỹ đã công bố kết quả sơ bộ POR 19** đối với cá tra phi lê đông lạnh của Việt Nam vào đầu tháng 9, và dự kiến có kết quả cuối cùng vào cuối tháng 12/2023. Thuế chống bán phá giá đối với cá tra xuất khẩu từ các doanh nghiệp của Việt Nam sang Mỹ dự kiến là 0,14 USD/kg, (giảm từ 2,39 USD/kg trong POR 18) trong năm 2024. VHC sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ mức thuế 0 USD/kg. Điều này cũng sẽ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra khác, như IDI và ANV (tỷ trọng xuất khẩu thấp tại Mỹ) thâm nhập thị trường Mỹ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các đối thủ của VHC có thể sẽ cần khoảng 2 năm để gia nhập thị trường Mỹ nhằm tìm kiếm nhà phân phối và khách hàng cũng như thiết lập hệ thống kiểm soát (kiểm tra lại hàng năm). Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ giữ được vị thế dẫn đầu tại thị trường Mỹ.

### Ước tính lợi nhuận

**Cho năm 2023, chúng tôi điều chỉnh giảm 25% dự báo lợi nhuận do giá bán phục hồi chậm hơn dự kiến.** Cụ thể, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 10,2 nghìn tỷ đồng (giảm 23% svck) và 1,1 nghìn tỷ đồng (giảm 46% svck). Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ giảm 5% svck (không đổi với dự phóng trước) và giá bán bình quân đạt 3,3 USD/kg (từ mức 3,9 USD/kg dự phóng trước), do nhu cầu phục hồi chậm hơn chúng tôi ước tính ban đầu. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng sẽ lần lượt đạt 11,9 nghìn tỷ đồng (tăng 16% svck) và 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng 30% svck). Chúng tôi giả định giá bán bình quân trong năm 2024 sẽ giảm đáng kể xuống còn 3,4 USD/kg từ 4 USD/kg. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ thị trường Châu Âu và Trung Quốc sẽ bù đắp một phần sụt giảm doanh thu từ thị trường Mỹ trong nửa đầu năm 2024 và dự kiến nhu cầu ở thị trường Mỹ sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2024. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của VHC sẽ đạt 15,2% cho năm 2023 và 17,8% cho năm 2024 (so với mức 22,5% trong năm 2022), do chi phí nguyên liệu giảm và sản lượng tiêu thụ cải thiện.

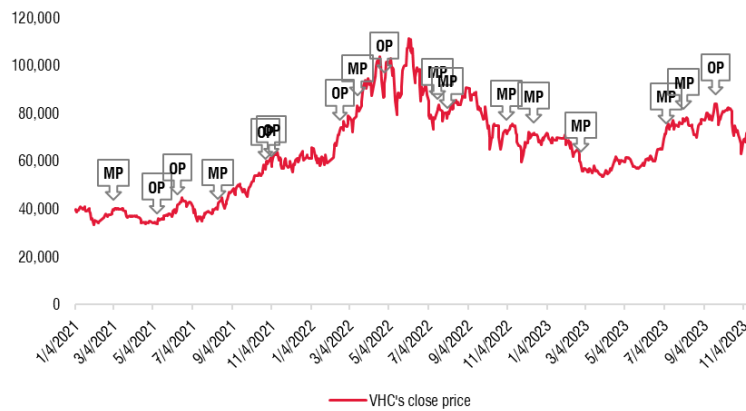
## Luận điểm đầu tư

Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống **TRUNG LẬP** (từ **KHẢ QUAN**) đối với cổ phiếu VHC, với giá mục tiêu là **77.300 đồng/cổ phiếu** (từ 94.700 đồng/cổ phiếu), do chúng tôi điều chỉnh giảm 25% và 17% dự báo lợi nhuận lần lượt cho năm 2023 và 2024, do giá bán cá phục hồi với tốc độ chậm hơn dự kiến. Với giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá đối với cổ phiếu là 17% và VHC hiện giao dịch ở mức P/E năm 2024 là 9x, nằm trong vùng P/E 10 năm từ 6x-12x.

**Quan điểm ngắn hạn:** Chúng tôi cho rằng lợi nhuận sẽ không đạt mức tăng trưởng tích cực trong Q4/2023 và Q1/2024 do sản lượng tiêu thụ yếu và giá bán bình quân thấp. Điều này có thể gây áp lực lên giá cổ phiếu trong hai quý tới. Tuy nhiên, bất kỳ dấu hiệu phục hồi tích cực từ doanh thu và giá bình quân đều sẽ giúp giá cổ phiếu thủy sản có chuyển biến tích cực hơn.

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** Giá cá tra thấp hơn dự kiến. Nhu cầu từ thị trường Mỹ yếu hơn dự kiến.

### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	195	554	217	688
+ Đầu tư ngắn hạn	1.272	1.767	1.691	1.691
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.134	2.432	2.245	2.963
+ Hàng tồn kho	1.790	2.713	3.897	3.409
+ Tài sản ngắn hạn khác	150	172	133	154
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.542</b>	<b>7.638</b>	<b>8.182</b>	<b>8.905</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	1	3	2	3
+ GTCL Tài sản cố định	2.070	2.823	3.132	3.303
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	556	566	566	566
+ Đầu tư dài hạn	66	66	66	66
+ Tài sản dài hạn khác	499	484	444	470
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>3.192</b>	<b>3.942</b>	<b>4.210</b>	<b>4.408</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8.734</b>	<b>11.580</b>	<b>12.392</b>	<b>13.312</b>
+ Nợ ngắn hạn	2.667	3.694	3.413	3.352
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>1.723</i>	<i>2.214</i>	<i>2.165</i>	<i>1.948</i>
+ Nợ dài hạn	185	191	187	113
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>168</i>	<i>175</i>	<i>173</i>	<i>97</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>2.852</b>	<b>3.884</b>	<b>3.600</b>	<b>3.465</b>
+ Vốn góp	1.834	1.834	1.834	1.834
+ Thặng dư vốn cổ phần	224	264	264	264
+ Lợi nhuận chưa phân phối	3.833	5.428	6.510	7.551
+ Quý khác	-9	171	184	200
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.882</b>	<b>7.696</b>	<b>8.792</b>	<b>9.848</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.734</b>	<b>11.580</b>	<b>12.392</b>	<b>13.312</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	640	1.199	267	1.661
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-856	-1.507	-553	-530
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	370	669	-51	-659
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>154</b>	<b>361</b>	<b>-337</b>	<b>472</b>
Tiền đầu kỳ	41	195	554	217
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>195</b>	<b>554</b>	<b>217</b>	<b>688</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,08	2,07	2,4	2,66
Hệ số thanh toán nhanh	1,35	1,29	1,22	1,59
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,55	0,63	0,56	0,71
Nợ ròng / EBITDA	0,06	0,09	0,15	0,02
Khả năng thanh toán lãi vay	38,11	24,83	11,78	17,07
Ngày phải thu	64,5	55,8	74,4	73,4
Ngày phải trả	16,6	13,9	17,4	15
Ngày tồn kho	82,4	80,1	139,3	136,9
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,67	0,66	0,71	0,74
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,33	0,34	0,29	0,26
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,48	0,5	0,41	0,35
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,32	0,31	0,27	0,21
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,29	0,29	0,25	0,2

Nguồn: VHC, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9.054</b>	<b>13.239</b>	<b>10.206</b>	<b>11.854</b>
Giá vốn hàng bán	-7.302	-10.266	-8.659	-9.739
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.752</b>	<b>2.974</b>	<b>1.547</b>	<b>2.114</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	201	459	357	262
Chi phí tài chính	-107	-396	-225	-224
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-344	-423	-214	-273
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-212	-298	-225	-261
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.290</b>	<b>2.317</b>	<b>1.240</b>	<b>1.619</b>
Thu nhập khác	-2	4	20	24
Lợi nhuận trước thuế	1.288	2.320	1.260	1.643
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.110</b>	<b>2.015</b>	<b>1.096</b>	<b>1.422</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>1.101</b>	<b>1.977</b>	<b>1.083</b>	<b>1.407</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	9	38	13	16
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	6.052	10.865	5.952	7.732
Giá trị sổ sách (VND)	30.464	40.547	46.667	52.424
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.000	2.000	0	2.000
EBIT	1.323	2.418	1.377	1.745
EBITDA	1.608	2.745	1.698	2.104
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	28,7%	46,2%	-22,9%	16,1%
EBITDA	54,0%	70,7%	-38,1%	23,9%
EBIT	57,1%	82,8%	-43,0%	26,7%
Lợi nhuận ròng	54,3%	81,5%	-45,6%	29,8%
Vốn chủ sở hữu	13,6%	30,8%	14,2%	12,0%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	21,3%	32,6%	7,0%	7,4%
<b>Định giá</b>				
PE	10,4	6,4	11,5	8,8
PB	2	1,7	1,5	1,3
Giá/Doanh thu	12,7	9,7	12,3	10,6
Tỷ suất cổ tức	3,2%	2,9%	0,0%	2,9%
EV/EBITDA	7,4	4,7	7,6	5,8
EV/Doanh thu	1,3	1	1,3	1
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19,4%	22,5%	15,2%	17,8%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	13,8%	17,6%	12,3%	13,8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	12,3%	15,2%	10,7%	12,0%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	3,8%	3,2%	2,1%	2,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
ROE	20,1%	29,7%	13,3%	15,3%
ROA	13,9%	19,8%	9,1%	11,1%
ROIC	16,1%	23,5%	11,3%	13,1%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Ví mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành Thủy sản

#### Hoàng Anh Tuấn

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

tuanha2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3089

#### Dữ liệu

##### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043