

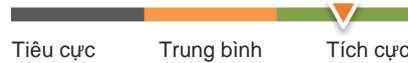
CTCP VĨNH HOÀN (VHC) - CẬP NHẬT

Giá thị trường VND32.000	Giá mục tiêu VND39.700	Tỷ suất cổ tức 3,1%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Thủy sản
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	--------------------------------	--------------------------

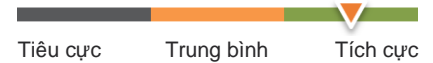
Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Ngày 26/02/2020

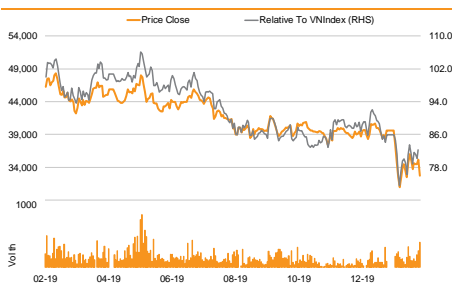
Đình Quang Hình

hinh.dinh@vndirect.com.vn

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm 47,9% dự phóng EPS 2020 do giá phi lê cá tra xuất khẩu giảm

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	48.287
Thấp nhất 52 tuần (VND)	31.000
KLGDDBQ 3 tháng (cp)	104.293
GTGDDBQ 3 tháng (tr VND)	4.960
Thị giá vốn (tỷ VND)	5.832
SL CP đang lưu hành (tr)	181
Free float (%)	40
P/E trước (x)	5,1
P/B hiện tại (x)	1,2

Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lê Khanh	43,5%
Mitsubishi Corp	6,6%
Khác	49,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2020 chịu tác động tiêu cực bởi Covid-19

Giá cá tra giảm khiến kết quả kinh doanh quý 4/19 kém khả quan. CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng Q4/19 giảm lần lượt 19,7% và 50,9% sv cùng kỳ. Trong đó biên lợi nhuận gộp (Biên LNG) đạt 14,1% (giảm 7,1 điểm % sv cùng kỳ) do giá cá tra xuất khẩu của VHC giảm 30% sv cùng kỳ. Do đó lợi nhuận ròng 2019 đạt 1.180 tỷ đồng (giảm 18,2% sv cùng kỳ) và đạt 85,3% dự báo của chúng tôi.

Dịch Covid-19 sẽ gây gián đoạn xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc. Cụ thể trong nửa đầu năm 2020 sản lượng xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Trung Quốc dự báo sụt giảm do 1) thắt chặt đi lại, giao thương và kiểm tra hàng hóa tại cửa khẩu biên giới, 2) lệnh phong tỏa, giới hạn đi lại, tụ tập đông người ở các thành phố lớn tại Trung Quốc sẽ ảnh hưởng đến các chuỗi đồ ăn nhanh và làm giảm nhu cầu tiêu thụ cá tra tại Trung Quốc.

Nhu cầu gia tăng từ thị trường Mỹ sẽ bù đắp phần nào cho sự sụt giảm nhu cầu từ Trung Quốc. Chúng tôi dự báo chuỗi cung ứng cá thịt trắng giữa Mỹ và Trung Quốc sẽ bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 do ảnh hưởng của 1) biện pháp thắt chặt, kiểm soát hàng hóa gia tăng, 2) hạn chế đi lại, và 3) nguồn nhân lực thiếu hụt dẫn đến sụt giảm sản lượng nuôi và chế biến cá thịt trắng tại Trung Quốc. Đây là cơ hội để VHC gia tăng thị phần tại Mỹ. Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu tới Mỹ của VHC có thể tăng 15% sv cùng kỳ trong 2020.

Hiệp định EVFTA mở ra cơ hội gia tăng thị phần cho ngành cá tra Việt Nam tại Châu Âu. Hiệp định thương mại tự do giữa EU và Việt Nam (EVFTA) có thể mang lại cơ hội cho ngành cá tra khi mà thuế nhập khẩu cá đông lạnh vào châu Âu sẽ giảm từ 5,5% xuống còn 0% sau 3 năm kể từ ngày EVFTA có hiệu lực.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu giảm còn 39.700 đồng/cp. Chúng tôi hạ giá mục tiêu 20,9% do phản ánh các tác động bất lợi từ dịch Covid-19. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho VHC do đánh giá triển vọng dài hạn tích cực nhờ sự phục hồi nhu cầu cá tra tại Mỹ và các lợi thế dài hạn đến từ hiệp định EVFTA. Rủi ro giảm giá chủ yếu là thay đổi bất lợi về chính sách ở các thị trường xuất khẩu.

Tổng quan tài chính (VND)	12-18A	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần (tỷ)	9.271	7.867	7.883	9.445
Tăng trưởng DT thuần	13,7%	(15,1%)	0,2%	19,8%
Biên lợi nhuận gộp	22,0%	19,5%	16,0%	19,1%
Biên EBITDA	20,5%	19,5%	14,4%	17,6%
LN ròng (tỷ)	1.442	1.180	840	1.300
Tăng trưởng LN ròng	138,5%	(18,2%)	(28,9%)	54,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	143,4%	(19,4%)	(28,5%)	54,5%
EPS cơ bản	7.865	6.437	4.579	7.088
EPS điều chỉnh	7.646	6.328	4.488	6.947
BVPS	21.896	26.604	30.233	35.897
ROAE	41,5%	26,5%	16,1%	21,4%

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

KQKD 2019: Lợi nhuận ròng giảm do nhu cầu tiêu thụ cá tra yếu tại thị trường Mỹ gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp trong Q4/2019

Hình 1: So sánh kết quả kinh doanh

ĐVT: tỷ VND	Q4/2019	Q4/2018	% sv cùng kỳ	2019	2018	% sv cùng kỳ	sv dự báo 2019	Nhận định
Doanh thu thuần	2.171	2.702	-19,7%	7.867	9.271	-15,1%	86,4%	Doanh thu Q4/2019 giảm 19,7% do giá cá tra xuất khẩu của VHC giảm 30% sv cùng kỳ theo ước tính của chúng tôi.
LN gộp	305	570	-46,5%	1.533	2.039	-24,8%	84,0%	
<i>Biên LN gộp</i>	14,1%	21,1%	-7,1pts	19,5%	22,0%	-2,5pts	-0,5pts	Biên LN gộp Q4/2019 giảm từ 21,1% về 14,1% do giá xuất khẩu trung bình giảm 30% sv cùng kỳ, Vì vậy biên LN thấp hơn 0,5% so với dự phóng 2019 của chúng tôi.
Chi phí bán hàng	77	56	35,9%	252	210	19,7%	119,3%	Chi phí bán hàng Q4/2019 tăng 35,9% do chi phí vận chuyển và lưu kho tăng cao.
Chi phí QLDN	38	47	-19,3%	149	144	3,6%	101,2%	
<i>Chi phí BH&QLDN/DTT</i>	5,3%	3,8%	+1,5pts	5,1%	3,8%	+1,3pts	+1,2pts	
Lợi nhuận hoạt động	191	467	-59,1%	1.308	1.734	-24,6%	89,0%	
Doanh thu tài chính	54	22	143,1%	254	137	85,8%	106,0%	Thu nhập tài chính tăng mạnh 143,1% sv cùng kỳ do VHC ghi nhận khoản lợi nhuận từ việc thoái vốn công ty liên kết và thu nhập tiền gửi tăng 46% do số dư tiền gửi ngân hàng cao.
Chi phí tài chính	24	24	0,0%	93	167	-44,4%	117,7%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	12	20	-39,5%	60	56	6,3%	148,8%	
Lợi nhuận khác	0	(9,0)	NA	1	(46)	NA	NA	
Lợi nhuận trước thuế	223	466	-52,2%	1.309	1.688	-22,4%	80,8%	
Lợi nhuận ròng	199	406	-50,9%	1.180	1.442	-18,2%	85,3%	Lợi nhuận trước thuế và Lợi nhuận ròng giảm lần lượt là 52,2% và 50,9% do giá xuất khẩu giảm và chi phí bán hàng tăng cao, LN ròng Q4/2019 giảm 18,2%, chỉ đạt 85,3% sv dự báo của chúng tôi.
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	9,2%	15,0%	-5,8pts	15,0%	15,6%	-0,6pts	+0,0pts	

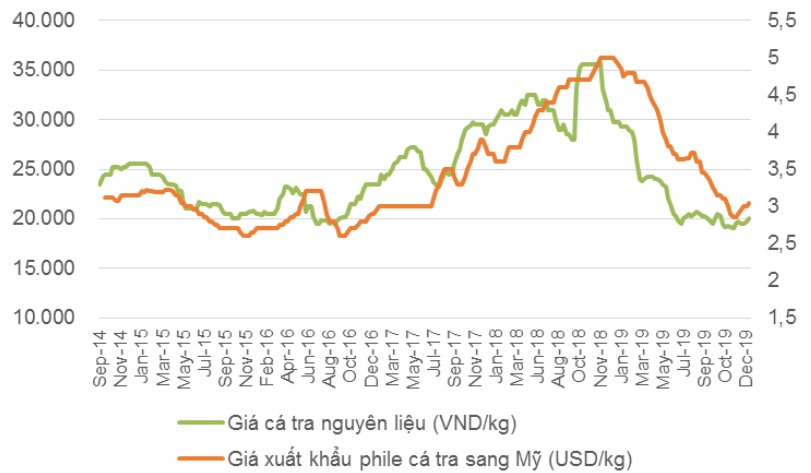
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Theo Hiệp hội thủy sản Việt Nam (VASEP), tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam năm 2019 đạt 2 tỷ USD (giảm 11,4% sv cùng kỳ) do sức tiêu thụ chậm từ thị trường Mỹ. Cụ thể đối với thị trường Mỹ, kim ngạch xuất khẩu chỉ đạt 287,7 triệu USD (giảm 47,6% sv cùng kỳ) sau khi Bộ Thương Mại Mỹ (DOC) áp thuế chống bán phá giá ở mức rất cao đối với cá tra Việt Nam 1,4-3,9 USD/kg. Mức tăng thuế này đã khiến cho nhu cầu cá tra tại Mỹ giảm mạnh, dẫn đến giảm giá phi lê cá tra xuất khẩu cũng như giá cá tra nguyên liệu. Theo ước tính của chúng tôi, giá cá tra nguyên liệu trong 2019 đã giảm 30% sv cùng kỳ trong khi đó giá phi lê cá tra xuất khẩu sang Mỹ chỉ đạt 3 USD/kg trong tháng 12/2019, giảm mạnh so với mức giá 4,9 USD/kg cùng kỳ 2018.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra năm 2019 sang thị trường châu Âu và ASEAN đều thấp hơn lần lượt 3,5% và 3,6% sv cùng kỳ, đạt 235,4 triệu USD và 195,4 triệu USD. Nguyên nhân được cho là giá xuất khẩu phi lê cá tra giảm.

Trái ngược với các thị trường quốc tế khác, thị trường Trung Quốc trở thành điểm sáng duy nhất cho ngành cá tra Việt Nam trong năm 2019 khi kim ngạch xuất khẩu cá tra cả năm đạt mức 662,5 triệu USD, tăng 25,3% sv cùng kỳ. Nguyên nhân là do Trung Quốc thiếu hụt nguồn cung thịt lợn lớn trong năm 2019 do tác động từ dịch tả lợn châu Phi (ASF) đã khiến cho nhu cầu các sản phẩm thay thế như cá tra tăng mạnh.

Hình 2: Giá cá tra nguyên liệu và phí lẻ cá tra xuất khẩu sang Mỹ giảm mạnh do nhu cầu giảm và dư cung nguyên liệu



Nguồn: Agromonitor, NOAA, VNDirect Research

Triển vọng 2020: Khó khăn vẫn còn phía trước

Dịch Covid-19 tác động tiêu cực đến nhu cầu cá tra tại Trung Quốc

Dự báo kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc sẽ giảm do 1) hạn chế đi lại và giao thương, tăng cường kiểm soát hàng hóa tại biên giới, 2) Trung Quốc thực hiện các biện pháp chống dịch mạnh tay như phong tỏa các thành phố lớn, hạn chế tụ tập đi lại của người dân, điều này sẽ làm sụt giảm nhu cầu từ các chuỗi đồ ăn nhanh (nơi tiêu thụ cá tra chủ yếu).

Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu của VHC sang Trung Quốc có thể chậm trong nửa đầu năm 2020 và phục hồi trong nửa cuối năm khi nhu cầu cá tra tăng trở lại do đây vẫn là nguồn thực phẩm thay thế cho thịt lợn trong bối cảnh tiếp tục thiếu hụt nguồn cung thịt lợn tại Trung Quốc trong năm 2020. Dự báo sản lượng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc của VHC giảm khoảng 8% sv cùng kỳ trong năm 2020.

Giá cá tra nguyên liệu và phí lẻ cá tra xuất khẩu sẽ thấp trong nửa đầu năm và hồi phục dần vào nửa cuối năm

Theo hiệp hội thủy sản Việt Nam, Trung Quốc chiếm 33% tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam. Nhu cầu của Trung Quốc sụt giảm do dịch Covid-19 có thể gây tình trạng dư cung, dẫn đến giảm giá xuất khẩu của cá tra nguyên liệu và phí lẻ cá tra trong nửa đầu năm 2020. Tuy nhiên trong nửa sau 2020, chúng tôi dự báo rằng việc giá cá tra liên tục giảm trong thời gian qua sẽ kéo theo quy mô nguồn cung giảm theo do 1) người nông dân thu hẹp sản lượng nuôi trồng, và 2) các doanh nghiệp cá tra cũng giảm bớt việc mở rộng nguồn nguyên liệu, từ đó dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn nguyên liệu cá tra trong Q4/2020 khi mà nhu cầu từ Trung Quốc hồi phục mạnh. Chúng tôi dự báo giá cá tra nguyên liệu giảm 6% sv cùng kỳ và giá bán phí lẻ cá tra trung bình của VHC giảm 14% sv cùng kỳ.

Nhu cầu cá tra từ Mỹ có thể phục hồi trong 2020 do nguồn cung cá thịt trắng từ Trung Quốc sang Mỹ bị suy giảm do Covid-19

Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu cá thịt trắng từ Trung Quốc sang Mỹ sẽ suy giảm trong năm 2020 bởi dịch Covid-19 do 1) tăng cường kiểm tra chặt chẽ hàng hóa, 2) hạn chế đi lại, và 3) sản lượng nuôi trồng và chế biến cá thịt trắng tại Trung Quốc suy giảm do thiếu

hạt lao động. Vì vậy đây có thể là cơ hội cho các sản phẩm cá tra Việt Nam gia tăng thị phần tại Mỹ, trong đó VHC là công ty được hưởng lợi nhất vì có thị phần cá tra lớn nhất tại quốc gia này. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng cá tra phi lê xuất khẩu của VHC sang Mỹ có thể tăng thêm 15% sv cùng kỳ năm ngoái.

Ngoài ra, một thông tin tích cực cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam đó là cục Kiểm tra An toàn Thực phẩm (FSIS) thuộc Bộ Nông nghiệp Mỹ đã công nhận hệ thống kiểm tra, kiểm soát sản phẩm cá và cá Silmuriformes (cá da trơn/cá tra) xuất khẩu của Việt Nam tương đương với tiêu chuẩn của Mỹ. Việc công nhận này giúp nâng cao uy tín cho sản phẩm cá tra của Việt Nam với các thị trường khó tính như Nhật Bản, Trung Quốc và Châu Âu, điều này sẽ mang lại lợi ích cho xuất khẩu về lâu dài.

Hiệp định EVFTA: cơ hội cho ngành cá tra Việt Nam tại Châu Âu

Vào ngày 12 tháng 2, Nghị viện châu Âu phê đã chuẩn hiệp định EVFTA, điều này sẽ giúp các công ty xuất khẩu cá tra của Việt Nam có lợi thế cạnh tranh hơn khi thuế suất của các mặt hàng phi lê đông lạnh giảm từ 5,5% xuống 0% trong lộ trình 3 năm kể từ ngày hiệp định có hiệu lực. Chúng tôi dự báo EVFTA sẽ có hiệu lực từ nửa cuối năm 2020 khi Quốc hội Việt Nam phê chuẩn vào cuộc họp tháng 5 tới đây.

Hình 3: Thay đổi dự báo

ĐVT: tỷ VND	2020F		%Δ	2021F	% sv cùng kỳ	Nhận định
	Cũ	Mới				
Tăng trưởng sản lượng cá tra phi lê	11,3%	5,0%		9,7%		Chúng tôi hạ dự báo sản lượng xuất khẩu cá tra phi lê 5% so với dự báo cũ do nhu cầu suy giảm từ thị trường Trung Quốc trong nửa đầu năm 2020 gây ra bởi dịch covid-19.
Tăng trưởng giá cá tra phi lê trung bình	-3,1%	-14,1%		7,3%		Chúng tôi giảm dự phóng giá bán trung bình 25,9% so với dự báo cũ do ước tính giá cá tra phi lê xuất khẩu trung bình năm 2020 có thể giảm 14,1% sv cùng kỳ xuống còn 3 USD/kg.
Doanh thu thuần	10.151	7.883	-22,3%	9.445	19,8%	Do chúng tôi đã thay đổi các yếu tố sản lượng và giá bán trong mô hình, dẫn đến điều chỉnh giảm doanh thu thuần 22,3% so với dự phóng cũ.
Sản lượng cá tra phi lê	6.706	4.730	-29,5%	5.625	18,9%	Chúng tôi cắt giảm 5% sản lượng dự phóng năm 2020 và giảm 25,9% dự phóng giá bán trung bình năm 2020.
Collagen&gelatin (C&G)	817	834	2,1%	1.175	40,8%	Chúng tôi nâng hiệu suất nhà máy C&G lên 69% thay cho dự báo cũ là 67%.
Sản phẩm khác	2.627	2.319	-11,7%	2.646	14,1%	Chúng tôi dự báo doanh thu từ các phụ phẩm (bột cá, mỡ cá) giảm 8% do giá bán trung bình thấp hơn.
Lợi nhuận gộp	2.192	1.263	-42,4%	1.808	43,2%	
Biên lợi nhuận gộp	21,6%	16,0%	-5,6pts	19,1%	+3,1pts	Biên lợi nhuận gộp giảm do giá bán ra giảm.
Cá tra phi lê	22,6%	12,8%	-9,8pts	17,0%	+4,2pts	Biên lợi nhuận gộp của cá tra phi lê dự báo sẽ giảm mạnh, xuống còn 12,8% do dịch covid-19 gây ảnh hưởng đến nhu cầu cá tra.
Collagen&gelatin (C&G)	44,5%	46,2%	+1,7pts	46,2%		
Sản phẩm khác	11,7%	11,7%		11,7%		
Chi phí bán hàng	240	252	5,0%	293	16,3%	
Chi phí QLDN	164	149	-9,1%	177	18,8%	
Chi phí BH&QLDN	4,0%	5,1%	+1,1pts	5,0%	-0,1pts	
Lợi nhuận hoạt động	1.788	862	-51,8%	1.338	55,2%	
Doanh thu tài chính	179	157	-12,3%	174	10,8%	
Chi phí tài chính	70	81	15,7%	62	-23,5%	
Lợi nhuận khác	-10	-7	-30,0%	-9	28,6%	
Lợi nhuận trước thuế	1.886	932	-50,6%	1.442	54,7%	
Lợi nhuận ròng	1.612	840	-47,9%	1.300	54,8%	
Biên lợi nhuận ròng	15,9%	10,7%	-4,7pts	13,8%	+3,1pts	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 39.700 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp hai phương pháp định giá với tỷ trọng bằng nhau: 1) mô hình định giá DCF 5 năm và 2) P/E mục tiêu 5,1 lần cho EPS trung bình trong giai đoạn 2020-21. Chúng tôi sử dụng EPS trung bình giai đoạn 2020-21 để phản ánh kỳ vọng vào sự hồi phục về KQKD của VHC từ năm 2021 trở đi. Chúng tôi sử dụng mức P/E mục tiêu 5,1 lần (chiết khấu 25% so với mức P/E trung bình 3 năm là 6,8 lần) do dự báo kết quả kinh doanh năm 2020 của VHC sẽ bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 và từ đó làm suy giảm mức sẵn lòng trả giá cao của nhà đầu tư đối với cổ phiếu VHC trên thị trường. Qua đó, chúng tôi giảm giá mục tiêu VHC xuống còn 39.700 đồng/cp (giảm 20,9% sv định giá cũ). Tuy nhiên, giá cổ phiếu của VHC đã điều chỉnh 19% kể từ đầu năm, do đó chúng tôi cho rằng những ảnh hưởng từ dịch Covid-19 đã phản ánh phần lớn vào giá của cổ phiếu và vì vậy chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với cổ phiếu VHC với tổng tỷ suất sinh lời là 27,2%.

Hình 4: Mô hình định giá DCF

Giá định chính (ĐV: tỷ đồng)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	Năm cuối mô hình
EBIT	972	1.456	1.774	1.692	1.600	
-Thuế	96	143	175	167	158	
EBIAT	876	1.312	1.599	1.526	1.442	
- Thay đổi vốn lưu động	(224)	(397)	(293)	(185)	(167)	
- Capex	(349)	(337)	(324)	(312)	(300)	
+ Chi phí khấu hao	142	204	242	279	315	
Dòng tiền tự do	445	783	1.224	1.308	1.290	9.295
Dòng tiền tự do hiện tại	445	680	925	860	737	4.618
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do 5 năm	3.648					Lãi suất phi rủi ro (TPCP 10 năm) 4,0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối	4.618					Phần bù rủi ro vốn cổ phần 10,1%
Giá trị doanh nghiệp	8.266					Beta điều chỉnh 1,2
Trừ: Tổng nợ	(582)					WACC 15,0%
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-					Tăng trưởng dài hạn 3,0%
Cộng: Tiền và tương đương tiền	1.489					
Giá trị hợp lý	9.173					
SLCP đang lưu hành (tr)	181.946.026					
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	50.418					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	50.418	50%	25.209
P/E (P/E mục tiêu 5.5)	29.157	50%	14.578
Giá hợp lý			39.787
Giá mục tiêu (làm tròn)			39.700

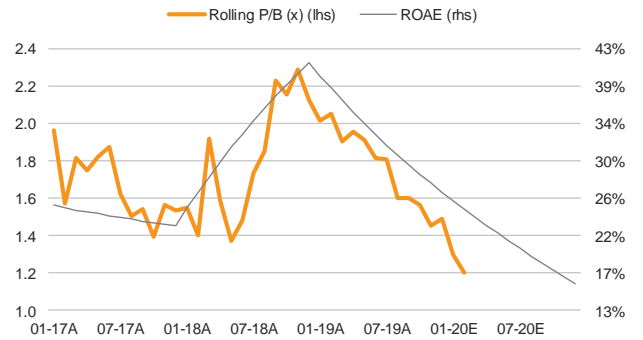
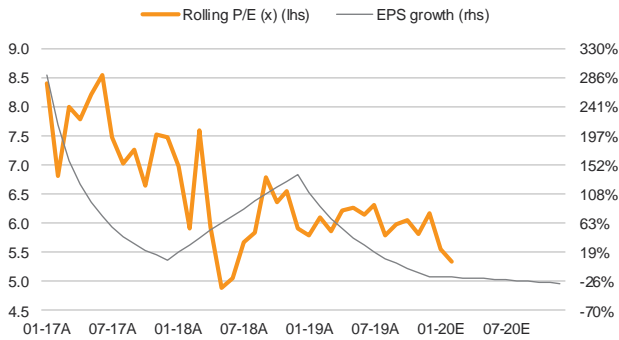
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (Dữ liệu ngày 26/02)

Công ty	Mã chứng khoán	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Vốn hóa thị trường (triệu US\$)	Tăng trưởng EPS (%)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		D/E (x)	
					TTM	FY20F	TTM	FY20F	TTM	FY20F	TTM	FY20F	TTM	FY20F	TTM	FY20F
CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	ABT.VN	NA	NA	385	-27,0%	NA	7,9	NA	0,9	NA	13,9%	NA	11,1%	NA	0,2	NA
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL.VN	NA	NA	469	-58,3%	NA	3,5	NA	0,7	NA	35,5%	NA	16,4%	NA	1,1	NA
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia IDI	IDI.VN	NA	NA	933	-48,6%	NA	3,0	NA	0,3	NA	17,0%	NA	6,7%	NA	1,2	NA
CTCP Nam Việt	ANV.VN	NA	NA	2.250	15,2%	NA	3,2	NA	0,9	NA	33,3%	NA	18,6%	NA	0,6	NA
Trung bình				1.009	-29,7%		4,4		0,7		24,9%		13,2%		0,8	
Trung vị				701	-37,8%		3,3		0,8		25,2%		13,8%		0,8	
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC.VN	MUA	39700	5.698	-18,2%	-28,9%	5,1	7,1	1,2	1,1	26,5%	16,1%	18,3%	12,4%	0,1	0,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần	7.867	7.883	9.445
Giá vốn hàng bán	(6.334)	(6.619)	(7.637)
Chi phí quản lý DN	(149)	(149)	(177)
Chi phí bán hàng	(252)	(252)	(293)
LN hoạt động thuần	1.132	862	1.338
EBITDA thuần	1.298	1.026	1.542
Chi phí khấu hao	(165)	(164)	(204)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.132	862	1.338
Thu nhập lãi	254	157	174
Chi phí tài chính	(93)	(81)	(62)
Thu nhập ròng khác	1	(7)	(9)
TN từ các Cty LK & LD	14	0	0
LN trước thuế	1.309	932	1.442
Thuế	(129)	(92)	(142)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	1.180	840	1.300
Thu nhập trên vốn	1.180	840	1.300
Cổ tức phổ thông	(185)	(183)	(275)
LN giữ lại	995	656	1.025

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
Tiền và tương đương tiền	86	52	206
Đầu tư ngắn hạn	1.492	1.437	1.450
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.516	1.658	1.921
Hàng tồn kho	1.414	1.394	1.668
Các tài sản ngắn hạn khác	103	106	128
Tổng tài sản ngắn hạn	4.612	4.647	5.372
Tài sản cố định	1.504	1.746	1.934
Tổng đầu tư	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	496	496	594
Tổng tài sản	6.613	6.891	7.902
Vay & nợ ngắn hạn	866	582	391
Phải trả người bán	283	310	363
Nợ ngắn hạn khác	566	440	547
Tổng nợ ngắn hạn	1.714	1.332	1.301
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	20	15	18
Vốn điều lệ và	1.834	1.834	1.834
LN giữ lại	2.933	3.590	4.609
Vốn chủ sở hữu	4.879	5.544	6.583
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.613	6.891	7.902

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
LN trước thuế	1.309	932	1.442
Khấu hao	165	164	204
Thuế đã nộp	(247)	(92)	(142)
Các khoản điều chỉnh khác	(231)	(111)	(138)
Thay đổi VLĐ	493	(264)	(392)
LC tiền thuần HKKD	1.489	629	974
Đầu tư TSCĐ	(378)	(406)	(392)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	17	57	55
Các khoản khác	(383)	154	(18)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(743)	(195)	(355)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(114)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(403)	(284)	(191)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(185)	(183)	(275)
LC tiền thuần HĐTC	(703)	(468)	(466)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	43	86	52
LC tiền thuần trong năm	43	(34)	154
Tiền & tương đương tiền cuối kì	86	52	206

Các chỉ số cơ bản

	12-19A	12-20E	12-21E
Dupont			
Biên LN ròng	15,0%	10,7%	13,8%
Vòng quay TS	1,22	1,17	1,28
ROAA	18,3%	12,4%	17,6%
Đòn bẩy tài chính	1,45	1,30	1,22
ROAE	26,5%	16,1%	21,4%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	66,0	73,3	70,7
Số ngày nắm giữ HTK	81,5	77,1	79,7
Số ngày phải trả tiền bán	16,3	17,1	17,4
Vòng quay TSCĐ	5,42	4,85	5,13
ROIC	20,5%	13,7%	18,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,7	3,5	4,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,9	2,4	2,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,9	1,1	1,3
Vòng quay tiền	131,1	133,3	133,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(15,1%)	0,2%	19,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(32,8%)	(23,9%)	55,3%
Tăng trưởng LN ròng	(18,2%)	(28,9%)	54,8%
Tăng trưởng EPS	(18,2%)	(28,9%)	54,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Đình Quang Hình – Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: hinh.dinhquang@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>