

+ Vài nét về doanh nghiệp

Công ty thành lập năm 1998 với hoạt động kinh doanh chính là dịch vụ vệ sinh công nghiệp. Năm 2006, công ty niêm yết tại Sở GDCK Hà Nội (HNX) với mã PAN, sau đó chuyển sang niêm yết tại Sở GDCK TP. HCM (HSX) năm 2010. Từ 2013, công ty chuyển hướng đầu tư sang lĩnh vực nông nghiệp, thực phẩm và hiện đã trở thành Tập đoàn hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực này.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	39.293
Tiềm năng tăng giá	+16%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	+16%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Nông nghiệp
Thị giá (31/07/2025)	34
Biến động 1 năm	32,8 – 34,5
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	1.370.200
Vốn hóa (Tỷ đồng)	7.091,98
P/E	10,55x
P/B	0,78x
%NN sở hữu	21,1%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
PAN	47%	33,9%	46,4%
VNindex	22,9%	19,2%	21,1%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	1,88%
Quý ngoại	4,49%

Chuyên viên phân tích

Phạm Thu Hường

pthuong@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

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

Bloomberg: VCBS <GO>

DIỆN TÍCH GIEO TRỒNG ĐƯỢC MỞ RỘNG VÀ NHU CẦU THUỐC BẢO VỆ THỰC VẬT CÓ THỂ ĐƯỢC CẢI THIỆN NỬA CUỐI NĂM

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với mức giá mục tiêu là **39.293 đồng/cp**, tương ứng P/E 12x trong bối cảnh diện tích gieo trồng cả nước được định hướng mở rộng và nhu cầu sử dụng thuốc bảo vệ thực vật tăng cao. Đồng thời, nhu cầu tiêu thụ tôm ở thị trường Nhật Bản có xu hướng được cải thiện. Tuy nhiên, giá gạo có xu hướng giảm, cùng các rào cản thuế quan ở thị trường Mỹ có thể ảnh hưởng đến doanh thu của doanh nghiệp.

CẬP NHẬT KQKD:

Trong nửa đầu năm 2025, DTT và LNST của PAN đạt lần lượt là 8.184 tỷ VND (tăng 19,8% yoy) và 458,9 tỷ VND (tăng 21,9% yoy). Động lực tăng trưởng chính đến từ mảng tôm và cá tra xuất khẩu với DTT tăng trưởng lần lượt là 43% và 21,6% yoy. Nguyên nhân là do các nhà nhập khẩu tôm ở Mỹ tích cực nhập hàng trong 90 ngày chờ đợi mức thuế đối ứng mới, tuy nhiên giá bán ở thị trường Mỹ không được cao do phải chịu sức ép cạnh tranh với các đối thủ nặng ký như Ecuador và Ấn Độ, nên LNST mảng tôm giảm 0,9% yoy. Trái lại, mảng xuất khẩu cá tra và ngao có LNST tăng trưởng 86% yoy, nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm trong khi giá bán vẫn duy trì ở mức cao khi xuất sang Nhật Bản và EU. Mảng lúa gạo và nông dược tuy chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu nhưng có mức tăng trưởng nhẹ với DTT và LNST ở mức lần lượt khoảng 6% và 3% yoy, do bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế mới khiến các hệ thống đại lý giảm sức mua, đồng thời chiến dịch cần quét hàng giả, hàng kém chất lượng trọng quý 2 khiến các khách hàng của VFC giảm nhập hàng để giải phóng hàng tồn kho kém chất lượng (không phải là sản phẩm của VFC) trước.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng nông sản của PAN có thể sẽ được cải thiện nhờ định hướng mở rộng diện tích và tăng năng suất cây trồng của chính phủ. Theo định hướng của Chính phủ cho đến năm 2030, tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất trồng trọt bình quân cả nước sẽ đạt từ 2,2-2,5%/năm, diện tích gieo trồng lúa, ngô và rau sẽ tăng trưởng lần lượt là 0,48%; 3,56% và 5%/năm cho đến năm 2030. Dự báo, doanh thu thuần mảng nông sản của PAN sẽ đạt 6.563 tỷ VND (tăng 9% yoy).

Nhu cầu tiêu thụ ở thị trường Nhật Bản có thể được cải thiện, đồng thời doanh nghiệp đang thăm dò thêm thị trường Châu Úc và Đài Loan để giảm thiểu rủi ro xuất khẩu. Tăng trưởng GDP của Nhật Bản có xu hướng tăng trong quý 1/2025, đây sẽ là thị trường tiềm năng để FMC chuyển hướng tập trung xuất khẩu, do thị trường Mỹ phải chịu nhiều mức thuế xuất cao. Tuy nhiên, thị trường Nhật Bản cũng đang ghi nhận tăng trưởng nhập khẩu tôm từ các đối thủ của Việt Nam, nhìn thấy rủi ro cạnh tranh vẫn tiềm ẩn, FMC đang bán thử sản phẩm của mình ở Châu Úc và Đài Loan. Dự báo, doanh thu thuần mảng thủy sản của PAN sẽ đạt 8.326 tỷ VND (tăng 11% yoy).

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024	2025F	2026F
DTT	13.655	13.205	16.182	17.771	18.628
Tăng trưởng DT	47,6%	-3,3%	22,5%	9,8%	4,8%
LNST	374	406	609	716	771
Tăng trưởng LNST	25,7%	8,5%	50,0%	17,6%	7,7%
Nợ/TTS (%)	31,9%	44,5%	49,1%	46,6%	43,4%
TS LN gộp (%)	20,0%	20,1%	20,9%	22,6%	22,5%
ROE – TTM (%)	10,1%	9,8%	13,2%	14,3%	14,3%
EPS - TTM (đồng)	1.384	1.668	2.704	3.312	3.566

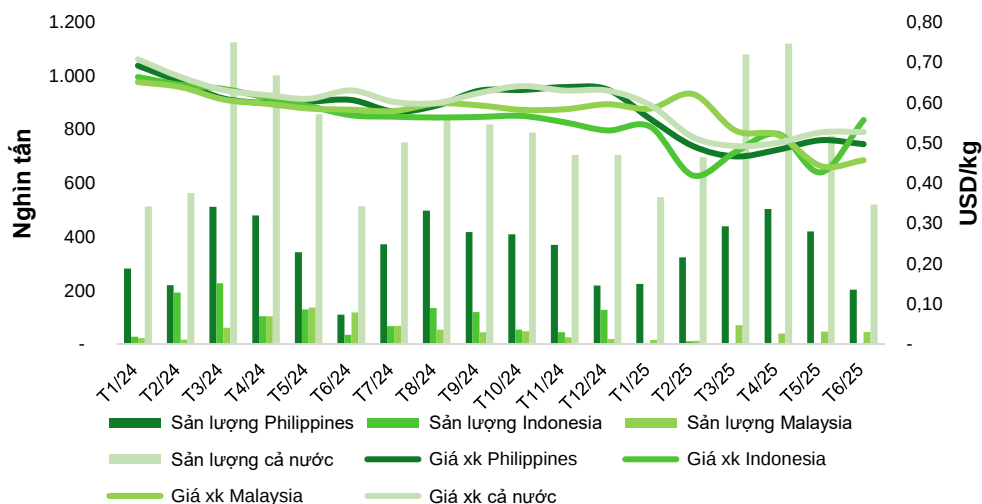
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH NGÀNH GẠO VÀ THỦY SẢN

Tổng sản lượng xuất khẩu gạo trong 6T/2025 tăng nhẹ 3,6% yoy, giá gạo và lúa đều có xu hướng giảm mạnh từ 18-28% yoy.

Trong 6T/2025, tổng sản lượng xuất khẩu gạo của Việt Nam đạt 4.738 nghìn tấn (tăng 3,6% yoy). Trong đó, sản lượng xuất khẩu sang thị trường trọng điểm Philippines đạt mức 2.111 nghìn tấn (tăng nhẹ 8,7% yoy), do sản lượng gạo nội địa của Philippines tăng trong năm nay nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi và các chính sách hỗ trợ từ chính phủ. Bên cạnh đó, các thị trường xuất khẩu gạo lớn của Việt Nam như Indonesia có lượng nhập khẩu giảm 97,3% yoy (do kho dự trữ tăng gấp đôi từ đầu năm lên mức gần 4 triệu tấn) và Malaysia có lượng nhập khẩu giảm 50,3% yoy (do nước này tăng cường kiểm soát an toàn thực phẩm).

Giá gạo xuất khẩu bình quân của VN trong 6T/2025 đạt 0,53 USD/kg (giảm 18% yoy), nguyên nhân đến từ việc chính phủ Ấn Độ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo và nhu cầu nhập khẩu gạo từ các thị trường trọng điểm cũng giảm so với cùng kỳ.

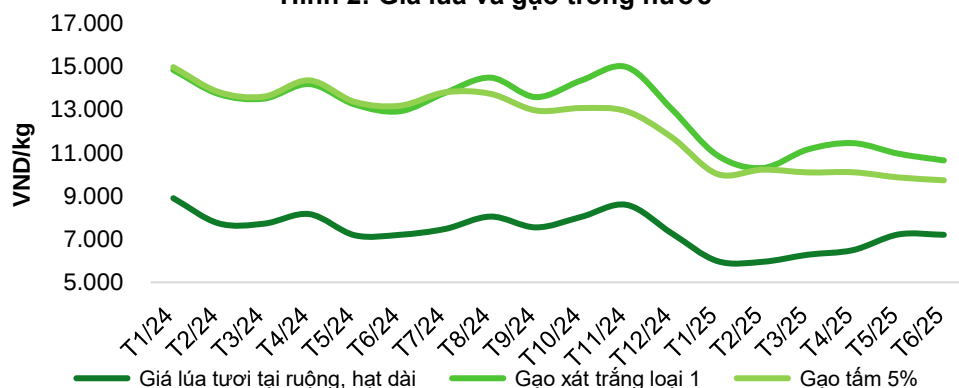
Hình 1: Sản lượng và giá xuất khẩu gạo của Việt Nam



Nguồn: VFO

Giá lúa tươi tại ruộng hạt dài bình quân trong 6 tháng đầu năm đạt 6.521 VND/kg (giảm 17% yoy). Giá gạo xát trắng loại 1 và gạo tằm 5% cũng đạt lần lượt là 10.892 VND/kg (giảm 21% yoy) và 9.997 VND/kg (giảm 28% yoy).

Hình 2: Giá lúa và gạo trong nước



Nguồn: VFO

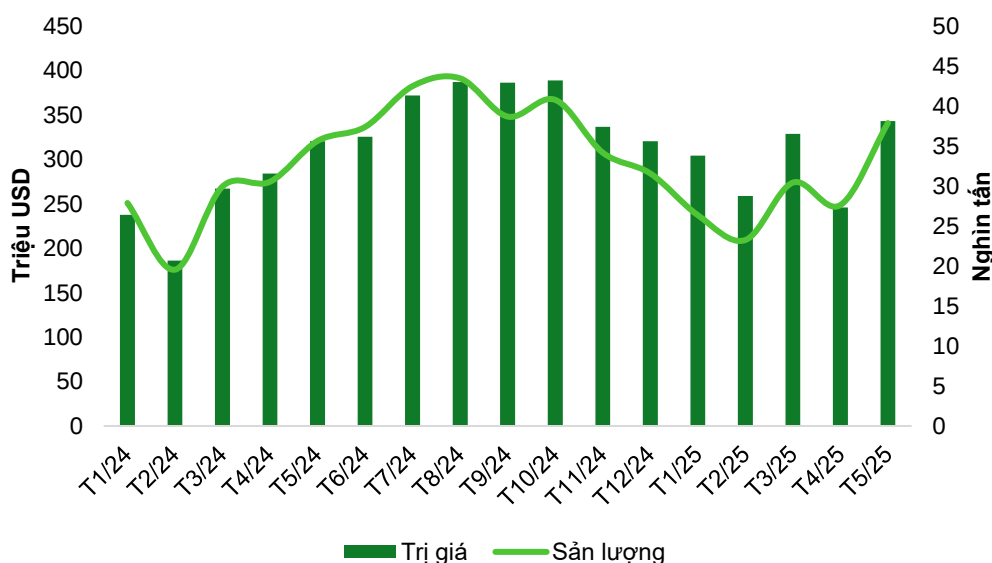
Xuất khẩu tôm ghi nhận kết quả tích cực trong 5T/2025.

Trong 5T/2025, tổng sản lượng và trị giá xuất khẩu tôm của Việt Nam đạt lần lượt là 145,59 nghìn tấn (tăng 1% yoy) và 1.480,93 triệu USD (tăng 14% yoy).

Trong đó, trị giá xuất khẩu của các thị trường trọng điểm như:

- Thị trường Trung Quốc đạt 494 triệu USD (tăng 112% yoy), nhờ các chính sách dinh dưỡng mới của Trung Quốc thúc đẩy người dân tiêu dùng các sản phẩm giàu protein như tôm.
- Thị trường Mỹ đạt 294 triệu USD (tăng 29% yoy), do các nhà nhập khẩu tận dụng 90 ngày trước khi mức thuế đối ứng mới được công bố.
- Thị trường Nhật Bản đạt 218 triệu USD (tăng 20% yoy). Do thị trường Nhật Bản duy trì nhu cầu cao đối với các sản phẩm tôm chế biến.

Hình 3: Sản lượng và trị giá xuất khẩu tôm của Việt Nam



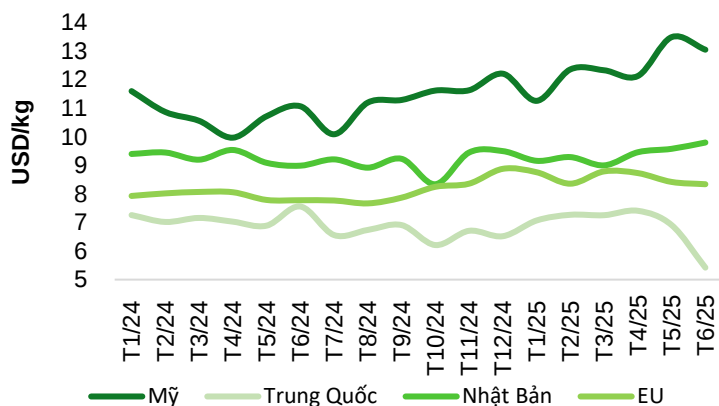
Nguồn: Agromonitor

Thị trường phương Tây tích cực nhập khẩu tôm sống, trong khi thị trường Trung Quốc bắt đầu quan tâm hơn đến các sản phẩm tôm chế biến sâu.

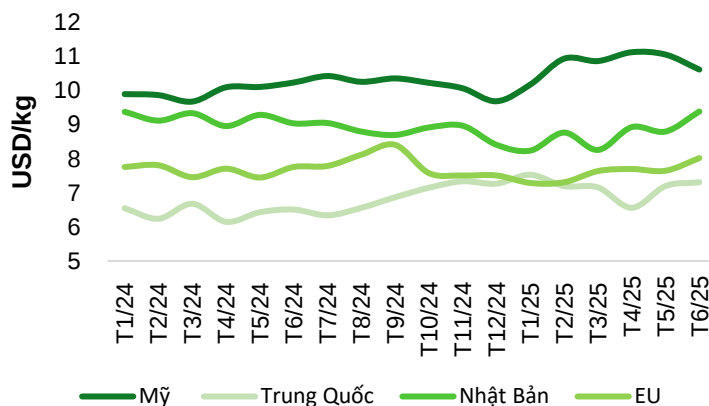
Trong 6T/2025, giá tôm sống Việt Nam xuất khẩu sang thị trường Mỹ có mức tăng trưởng cao 15% yoy và đạt 13,05 USD/kg ở tháng 6/2025, do tác động của chính sách thuế đối ứng như đã nói ở trên. Giá tôm xuất khẩu sang thị trường EU cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực ở mức 8% yoy, đạt 8,34 USD/kg. Thị trường Nhật Bản có nhu cầu tương đối ổn định nên giá xuất khẩu duy trì quanh mức 9,5 USD/kg, tăng nhẹ 1% yoy. Riêng thị trường Trung Quốc, mức giá xuất khẩu của tôm sống Việt Nam (chủ yếu là tôm sú và tôm thẻ) giảm 3% yoy về mức 5,42 USD/kg, do áp lực cạnh tranh lớn từ các đối thủ Ecuador và Ấn Độ ở mức 4,59-5,9 USD/kg.

Đối với tôm chế biến sâu xuất khẩu từ Việt Nam, giá xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc tăng 11% yoy, đạt mức 7,31 USD/kg, nhờ lợi thế chuyên môn cao hơn các đối thủ trong việc sản xuất mặt hàng này, đặc biệt là tôm hùm. Giá xuất khẩu sang thị trường Mỹ cũng ghi nhận mức tăng 8% yoy, đạt mức 10,62 USD/kg. Giá xuất khẩu sang Nhật Bản và EU duy trì khá ổn định so với năm trước, với mức giá bình quân trong 6T/2025 lần lượt là 8,73 và 7,6 USD/kg.

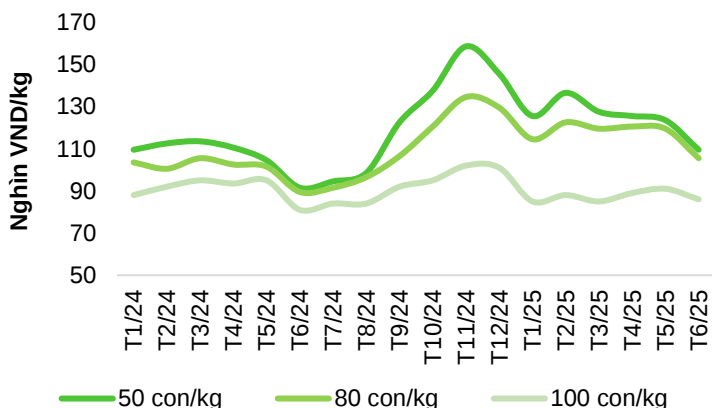
Hình 4: Giá tôm sống xuất khẩu sang các thị trường



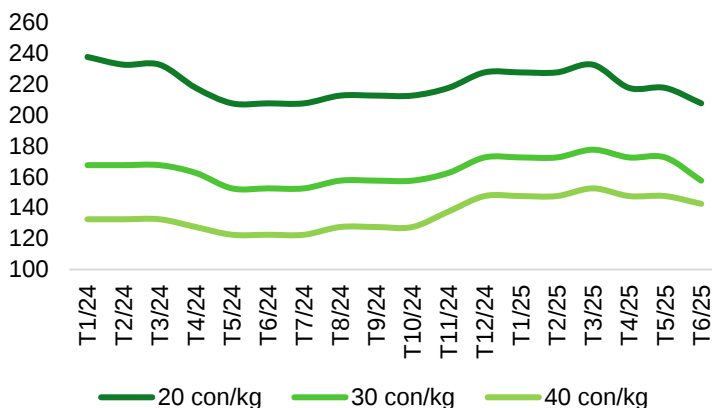
Hình 5: Giá tôm chế biến sâu xuất khẩu tại các thị trường



Hình 6: Giá tôm thẻ NL các cỡ



Hình 7: Giá tôm sú NL các cỡ



Nguồn: Findicator

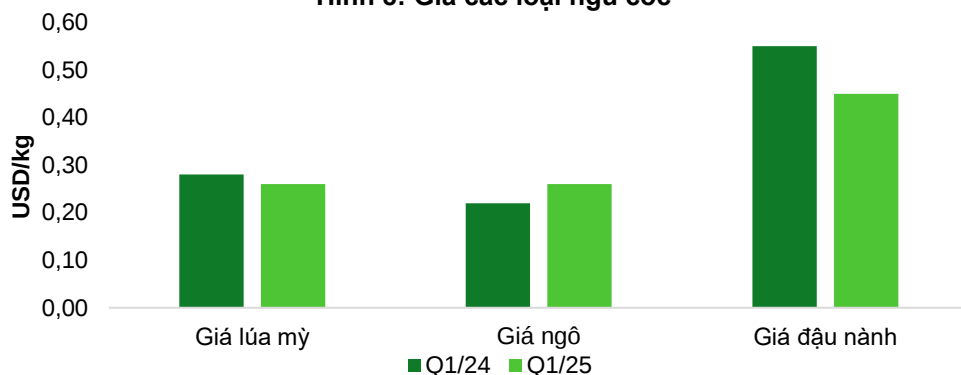
Chi phí NVL đầu vào có xu hướng giảm trong nửa đầu năm 2025

Giá tôm thẻ NL bình quân trong 2 quý đầu năm 2025 đạt lần lượt là 125 nghìn đồng/kg (tăng 17% yoy) và 117 nghìn đồng/kg (tăng 16% yoy) với kích cỡ 50 con/kg và 80 con/kg. Cụ thể, giá tôm thẻ NL cỡ lớn tăng mạnh ở thời điểm cuối năm 2024 do nguồn cung từ hộ thả nuôi và tồn kho NL của các doanh nghiệp bị thiếu hụt, sang tháng 1/2025, giá tôm NL ở các kích cỡ này tuy giảm 12-14% mom (do có ít hợp đồng trong giai đoạn trái vụ và các nhà máy chế biến đều nghỉ Tết Nguyên đán), nhưng vẫn duy trì ở mức nền cao so với năm trước. Sang tháng 2, giá tôm thẻ NL cỡ lớn tăng từ 7-9% mom, do các doanh nghiệp có nhu cầu thu mua cao để tập trung xuất khẩu sang thị trường Mỹ. Từ quý 2/2025 trở đi, giá tôm thẻ NL bắt đầu giảm dần về mức 109,5 nghìn đồng/kg (cỡ 50 con/kg) và 105,5 nghìn đồng/kg (cỡ 80 con/kg), do các doanh nghiệp đã tích trữ đủ lượng hàng tồn kho và các nhà nhập khẩu (đặc biệt ở thị trường Mỹ) giảm các đơn hàng mới để chờ đợi các thông tin chính thức về thuế quan.

Giá tôm sú NL kích cỡ từ 20-40 con/kg, cũng tăng mạnh vào nửa cuối năm 2024 do nguồn cung thiếu hụt, tuy nhiên sang quý 1/2025, các đơn hàng ít dần và vướng vào lịch nghỉ Tết Nguyên đán, nên giá tôm sú NL biến động không đáng kể qua các tháng. Đến thời điểm cuối quý 2/2025, giá tôm sú NL đồng loạt giảm nhẹ về mức 142,5 – 207,5 VND/kg với các kích cỡ tương ứng từ 40-20 con/kg.

Theo thống kê của IFFO, tổng sản lượng bột cá toàn thế giới tăng 29% yoy trong quý 1/2025, do sản lượng tăng đáng kể ở Peru, Chile, Mỹ, Tây Ban Nha và Châu Phi. Do

đó, giá bột cá được duy trì ổn định ít nhất cho đến nửa đầu năm. Giá thức ăn cho thủy sản bình quân giảm 15% yoy, do giá bình quân các loại ngũ cốc giảm từ 9-22% yoy trong 10T/2024. Ngoài ra, giá nguyên liệu đầu vào TACN có lúa mỳ và đậu nành giảm lần lượt là 5% và 18% yoy, trong khi giá ngô tăng 17% yoy. Theo đó, nguyên liệu đầu vào chăn nuôi tôm trong quý 1/2025 vẫn tương đối ổn định so với cùng kỳ.

Hình 8: Giá các loại ngũ cốc


Nguồn: Vietbiz

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Cập nhật KQKD H1/2025

Tiêu chí (tỷ VND)	H1.2024	H1.2025	% YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	6.833	8.184	19,8%	DTT tăng mạnh (19,8% yoy) đến từ động lực tăng trưởng của mảng thủy sản (41% yoy), do các nhà nhập khẩu Mỹ tích cực nhập hàng trong 90 ngày chờ đợi mức thuế đối ứng chính thức. Đồng thời nhu cầu nhập khẩu cá tra ở EU và Nhật Bản cũng được cải thiện tích cực trong nửa đầu năm.
-Nông nghiệp	2.832	2.959	4,5%	
-Thủy sản	2.984	4.208	41%	
-Thực phẩm đóng gói	1.022	1.025	0,4%	
LNST	376,6	458,9	21,9%	Biên lợi nhuận tăng nhẹ 2% yoy, nguyên nhân đến từ: (1) Giá bán gạo và giống của công ty không bị ảnh hưởng nhiều bởi xu hướng giảm chung của thị trường, do công ty tập trung phục vụ phân khúc cao cấp và tự chủ về nguồn giống, (2) Giá NL đầu vào mảng cá tra có xu hướng giảm trong khi giá xuất khẩu sang thị trường EU và Nhật Bản duy trì ở mức cao.
Biên ròng	5,5%	5,6%	0,1%	

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá gạo được dự báo có xu hướng giảm do nguồn cung dồi dào

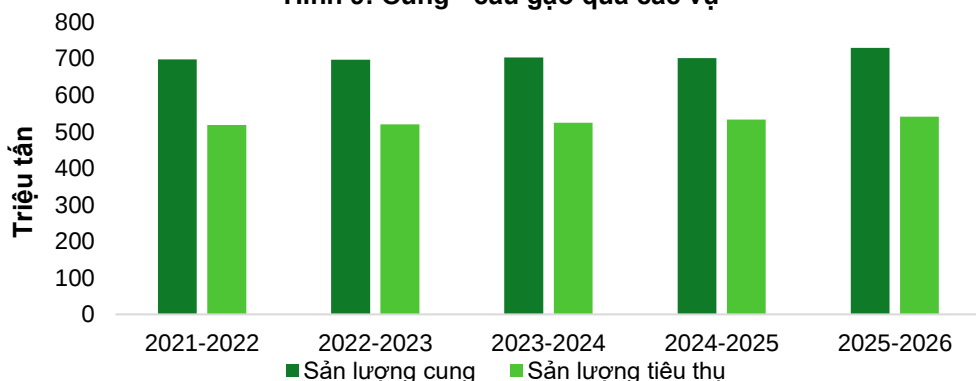
Theo USDA, trong vụ 2025/2026, sản lượng gạo toàn cầu được dự báo đạt 541,6 triệu tấn (tăng 0,07% yoy), nhờ: (1) Năng suất cao và lượng nước tưới tiêu phù hợp ở Murray-Darling Basin, Úc; (2) Diện tích gieo trồng ở Ấn Độ được mở rộng nhờ chính sách trợ giá của chính phủ và gió mùa Tây Nam đến sớm hơn mọi năm tạo điều kiện thuận lợi cho việc tưới tiêu.

Sản lượng sản xuất và tồn kho gạo trong vụ 2025/2026 đều được dự báo có xu hướng tăng là động lực cho nguồn cung gạo toàn cầu được dự báo đạt mức 728,9 triệu tấn. Bên cạnh đó, tiêu thụ gạo toàn cầu được dự báo đạt mức 541,1 triệu tấn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá gạo và lúa sẽ có xu hướng giảm trong năm nay. Điều này có tác động hai chiều đến các doanh nghiệp ngành gạo khi giá bán và giá nguyên liệu đầu vào (lúa)

đều giảm. Tuy nhiên, PAN tập trung phục vụ phân khúc cao cấp và tự chủ được nguồn giống nên không bị ảnh hưởng quá nhiều bởi xu hướng giảm chung của thị trường. Doanh nghiệp cũng kỳ vọng, nhu cầu mua giống và thuốc bảo vệ thực vật sẽ được cải thiện rõ rệt hơn trong nửa cuối năm để phục vụ cho vụ Đông Xuân.

Dự báo, biên lợi nhuận gộp mảng nông sản của PAN có thể tăng 1% yoy lên mức 29% trong năm 2025.

Hình 9: Cung - cầu gạo qua các vụ



Nguồn: USDA

Mảng nông sản của PAN có thể được cải thiện nhờ mở rộng diện tích gieo trồng

Theo quyết định số 1748/QĐ-TTG, Chính phủ định hướng đến năm 2030, tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất trồng trọt bình quân cả nước sẽ đạt từ 2,2-2,5%/năm. Bên cạnh đó, quyết định 255 cũng đặt ra định hướng cụ thể cho diện tích đất trồng trọt cho từng loại cây lương thực. Trong đó, diện tích gieo trồng lúa, ngô và rau sẽ tăng trưởng lần lượt là 0,48%; 3,56% và 5%/năm cho đến năm 2030. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng đang cân nhắc đầu tư thêm 2 nhà máy sản xuất giống ở ĐBSCL và Tây Nguyên với tổng mức đầu tư gần 200 tỷ cho mỗi dự án.

Chúng tôi ước tính tăng trưởng sản lượng của lúa, ngô và rau bình quân trong 5 năm tới của PAN sẽ đạt lần lượt là 3%, 6% và 7,5%/năm. Dự báo, doanh thu thuần mảng nông sản của PAN sẽ đạt 6.563 tỷ VND (tăng 9% yoy).

Mức thuế chống bán phá giá mới của Mỹ có thể tăng đáng kể so với kỳ rà soát trước đó

Ngày 7/6/2025, Bộ thương mại Hoa Kỳ (DOC) vừa công bố kết quả sơ bộ kỳ rà soát thứ 19 (POR 19) với tôm xuất khẩu từ Việt Nam. Trong đó, mức thuế chống bán phá giá (AD) của FMC là 35,29%, tăng 9,62% so với kỳ rà soát trước đó. Tuy nhiên, trong kỳ rà soát này, DOC không áp mức thuế trung bình gia quyền giữa hai bị đơn bắt buộc như thông lệ mà áp thẳng mức thuế cao lên cả nhóm. VASEP cho rằng việc tính toán như trên là thiếu khách quan và đang đề nghị DOC Hoa Kỳ rà soát lại phương pháp. Dự kiến, kết quả cuối cùng sẽ có vào tháng 12/2025 với kỳ vọng mức thuế AD sẽ được đưa về mức thấp hơn đáng kể (như tiền lệ kỳ POR 12, DOC Hoa Kỳ mắc lỗi số liệu).

Bảng 1: Kết quả thuế chống bán phá giá (AD) và thuế chống trợ cấp (CVD) POR19

Nước xuất khẩu	AD	CVD
Việt Nam	-FMC: 35,29%	-FMC: 2,84%
	-Khác: 35,29%	-Thông Thuận: 221,82%
	-STAPIMEX: 0%	-Khác: 2,84%
(POR 19- Kết quả sơ bộ)		

Ấn Độ:	-RSA Marines, Royal Oceans:	5,63-5,87%
	0%	
	-NK Marine và 33 doanh nghiệp khác:	2,49%
	-India-wide:	10,17%
Ecuador	0%	3,57-4,41%

Nguồn: Bộ thương mại Hoa Kỳ

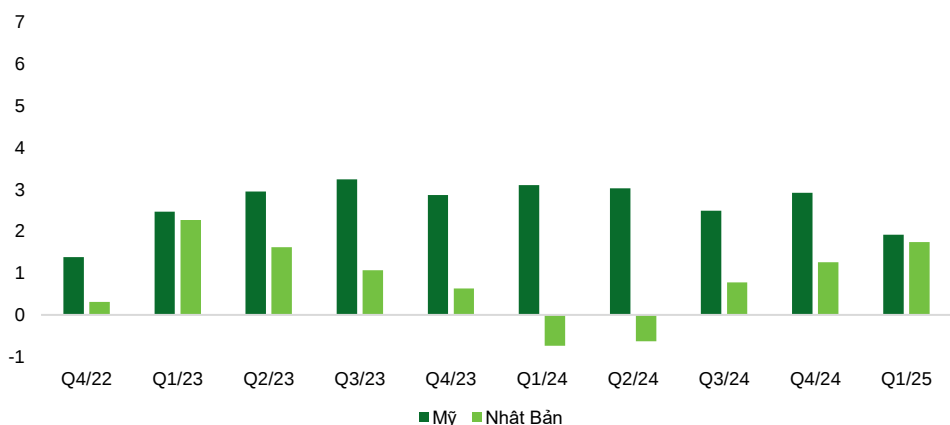
Nhu cầu tiêu thụ ở thị trường Nhật Bản có thể được cải thiện. FMC cũng đang thăm dò thêm các thị trường ở Châu Úc và Đài Loan để đa dạng hóa thị trường xuất khẩu và giảm thiểu rủi ro.

Mỹ và Nhật Bản là hai thị trường xuất khẩu chính của FMC với tỷ trọng khoảng trên 30% trong cơ cấu doanh thu cho từng thị trường. Trong đó, tăng trưởng GDP của Mỹ có xu hướng giảm nhẹ từ 2,92% ở quý 4/2024 xuống 1,92% ở quý 1/2025. Ngược lại, GDP của Nhật Bản tăng trưởng âm trong 2 quý đầu năm 2024, sau đó tăng nhẹ lên 0,78% ở quý 3/2024 và đạt mức tăng trưởng 1,74% trong quý đầu năm 2025. Điều này cho thấy tiêu dùng có thể sẽ ổn định ở thị trường Mỹ và được cải thiện ở thị trường Nhật Bản. Tuy nhiên, việc Mỹ áp thuế đối ứng cao có thể khiến các đối thủ xuất khẩu tôm của Việt Nam chuyển hướng sang thị trường Nhật Bản, gây áp lực lên giá bán của các doanh nghiệp xuất khẩu tôm sang thị trường Nhật.

FMC cũng đã chuẩn bị trước cho rủi ro thuế quan cao ở Mỹ nên đã định hướng tập trung hơn vào các thị trường khác như Nhật Bản và Trung Đông. Mặc dù sản phẩm của doanh nghiệp luôn đáp ứng tốt với quy trình chế biến sâu và tiêu chuẩn cao của các thị trường khó tính này, nguy cơ cạnh tranh vẫn tiềm ẩn. Vì vậy, gần đây doanh nghiệp cũng đang bán thử sản phẩm của mình ở thị trường Châu Úc và Đài Loan để tìm kiếm thêm cơ hội mở rộng quy mô bán hàng.

Chúng tôi dự báo, doanh thu thuần mảng thủy sản của PAN sẽ đạt 8.326 tỷ VND (tăng 11% yoy).

Hình 10: Tăng trưởng GDP ở Mỹ và Nhật Bản



Nguồn: Agromonitor, CEIC

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự báo lợi nhuận và định giá

Chúng tôi dự báo LNST 2025 của PAN sẽ đạt 716 tỷ VND (tăng 18% yoy), nhờ kỳ vọng sản lượng bán giống và thuốc bảo vệ thực vật được cải thiện trong nửa cuối năm nhằm phục vụ cho vụ Đông Xuân. Đồng thời, giá tôm có xu hướng tăng nhẹ, do đầu

năm các đơn hàng sang Mỹ tăng cao và doanh nghiệp cũng chuyển hướng sang thị trường Nhật Bản nhiều hơn với sản phẩm có chất lượng và giá thành cao hơn các thị trường khác. Chúng tôi **đưa ra mức giá khuyến nghị cho cổ phiếu PAN là 39.293 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 12x 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 = 23,2% theo CAPM ($R_f = 3,2\%$, Risk premium = 10%, beta = 2)

Chi phí vay = 3,42%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 9,74%

Định giá bằng FCFF:

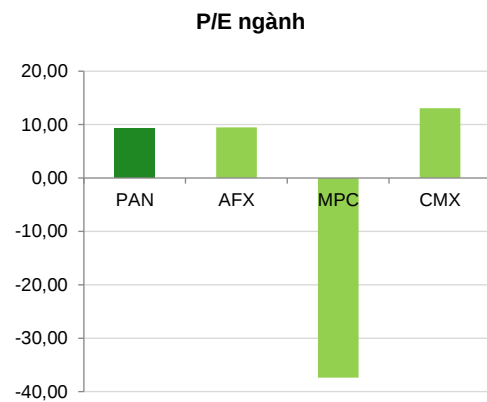
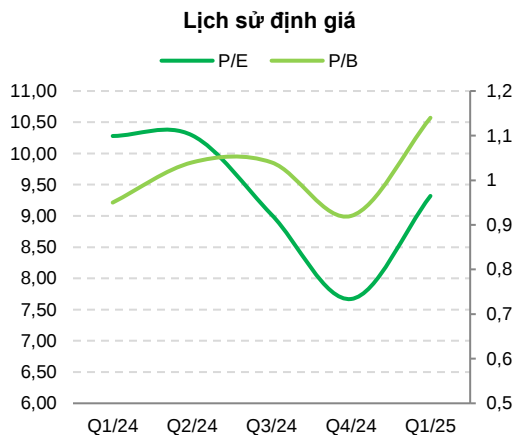
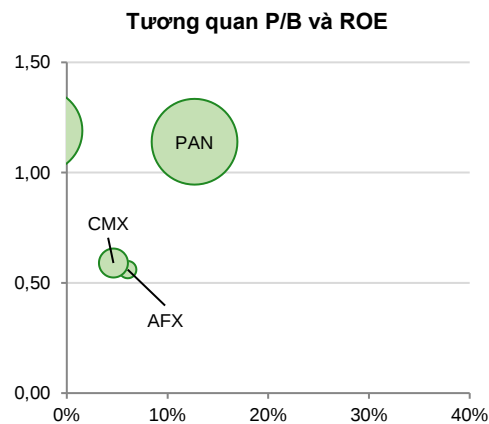
FCFF: triệu đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	1.992.114	2.102.542	2.130.626	2.226.132	2.335.957
Khấu hao	563.174	600.177	638.145	677.989	716.260
Thay đổi WC	(395.661)	(109.758)	(105.378)	(144.846)	(158.759)
CAPEX	(445.592)	(370.033)	(379.681)	(398.436)	(382.717)
FCFF	1.440.048	1.933.754	1.990.675	2.054.667	2.189.465
NPV giai đoạn 2025-2029F					7.619.463
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 1%)					16.795.069
Tổng giá trị doanh nghiệp					24.414.532
Trừ: Vay nợ ròng					11.699.679
Giá trị VCSH					8.969.585
Số lượng CPLH (tr.cp)					216
Định giá					41.469

Phương pháp so sánh P/B

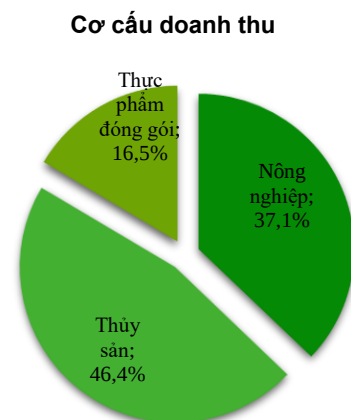
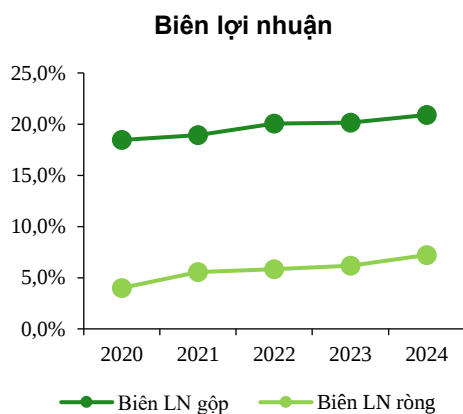
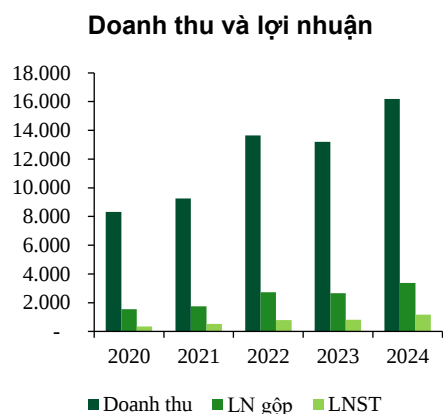
(Tham khảo phụ lục 1)

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	629
P/B áp dụng (trung bình/trung vị/lich sử)	0,78
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	9.488
Số lượng CPLH (tr.cp)	216
Giá mục tiêu (đồng/cp)	34.216

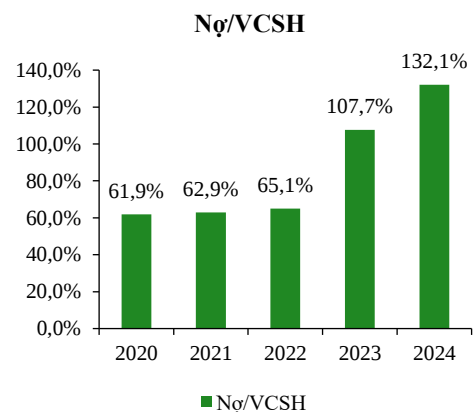
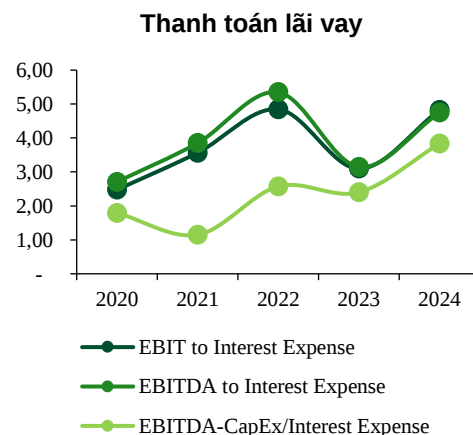
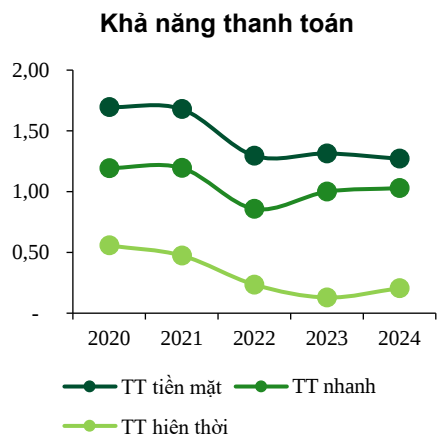
ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI



KẾT QUẢ KINH DOANH



SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH



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

Kết quả kinh doanh	2023	2024	2025F	2026F	2027F	Cân đối kế toán	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	13.205	16.182	17.771	18.628	19.439	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	10.545	12.800	13.762	14.441	15.092	+ Tiền	1.402	2.959	3.249	3.406	3.554
Lợi nhuận gộp	2.660	3.382	4.009	4.187	4.347	+ ĐTTT ngắn hạn	7.291	10.604	10.604	10.604	10.604
- Chi phí bán hàng	1.061	1.502	1.649	1.729	1.804	+ Phải thu	2.166	1.244	1.872	1.963	2.048
- Chi phí quản lí DN	659	718	789	827	863	+ Hàng tồn kho	3.083	3.107	3.328	3.492	3.650
Lợi nhuận HĐKD	939	1.162	1.571	1.632	1.680	+ Khác	338	368	404	424	442
EBIT	1.412	1.707	1.992	2.103	2.131	Tài sản ngắn hạn	14.281	18.283	19.458	19.889	20.299
- Chi phí lãi vay	456	354	0	0	0	+ Tài sản dài hạn	5.622	6.160	6.605	6.975	7.355
LNTT	956	1.353	1.592	1.714	1.766	+ Khấu hao lũy kế	2.418	2.919	3.482	4.082	4.720
- Thuế TNDN	139	186	219	236	243	+ Tài sản dài hạn	3.204	3.241	3.123	2.893	2.635
LNST	817	1.167	1.373	1.478	1.523	+ ĐTTT dài hạn	646	644	644	644	644
- Lợi ích CĐTS	411	558	657	707	729	+ Khác	2.058	1.673	1.837	1.926	2.010
LNST CĐ CT Mẹ	406	609	716	771	795	Tài sản dài hạn	5.907	5.558	5.604	5.463	5.288
EPS (đ)	1.668	2.704	3.312	3.566	3.674	Tổng Tài sản	20.188	23.841	25.063	25.352	25.587
EBITDA	1.437	1.681	2.555	2.703	2.769						
Tăng trưởng	2023	2024	2025F	2026F	2027F	Nợ & VCSH					
Doanh thu	-3,3%	22,5%	9,8%	4,8%	4,4%	+ Phải trả (ngắn)	927	524	780	819	856
LN HĐKD	8,0%	23,7%	35,2%	3,9%	3,0%	+ Vay ngắn hạn	8.379	11.493	11.513	10.888	10.195
LNST	2,9%	42,8%	17,6%	7,7%	3,0%	+ Khác	1.559	2.374	2.608	2.734	2.852
EBIT	20,2%	20,9%	16,7%	5,5%	1,3%	Nợ ngắn hạn	10.866	14.392	14.901	14.441	13.903
EPS	20,5%	62,1%	22,5%	7,7%	3,0%	+ Vay dài hạn	603	207	165	124	83
Tổng tài sản	25,5%	18,1%	5,1%	1,2%	0,9%	+ Phải trả dài hạn	376	383	420	440	460
Nợ vay	75,3%	30,3%	-0,2%	-5,7%	-6,7%	Nợ dài hạn	979	589	586	564	542
VCSH	5,9%	6,2%	8,1%	8,1%	7,7%	Tổng nợ	11.845	14.981	15.487	15.005	14.445
Khả năng sinh lời	2023	2024	2025F	2026F	2027F	+ Vốn điều lệ	2.164	2.163	2.163	2.163	2.163
Tỷ suất LNG	20,1%	20,9%	22,6%	22,5%	22,4%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	6,2%	7,2%	7,7%	7,9%	7,8%	+ Thặng dư	905	905	905	905	905
ROE DuPont	10,1%	13,6%	14,9%	14,8%	14,2%	+ LN giữ lại	1.720	2.002	2.719	3.490	4.285
ROA DuPont	4,5%	5,3%	5,6%	5,9%	6,0%	+ Lợi ích CĐTS	3.556	3.789	3.789	3.789	3.789
Tỷ suất EBIT	10,7%	10,6%	11,2%	11,3%	11,0%	Vốn chủ sở hữu	8.343	8.859	9.576	10.347	11.142
LNTT / LNST	85,5%	86,2%	86,2%	86,2%	86,2%	Tổng nguồn vốn	20.188	23.841	25.063	25.352	25.587
LNTT / EBIT	67,7%	79,3%	79,9%	81,5%	82,9%						
Vòng quay TTS	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	Lưu chuyển tiền	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Đòn bẩy tài chính	2,2	2,6	2,7	2,5	2,4	Tiền đầu năm	1.838	1.402	2.959	3.249	3.406
ROIC	5,4%	6,2%	6,6%	6,9%	7,1%	LNST	406	609	716	771	795
Hiệu quả hoạt động	2023	2024	2025F	2026F	2027F	+ Khấu hao lũy kế	497	519	563	600	638
Số ngày tồn kho	55,9	38,5	32,0	37,6	37,7	+ Điều chỉnh	391	389	-127	-68	-65
Số ngày phải thu	106,1	88,3	85,3	86,2	86,4	+ Thay đổi VLĐ	-5.068	-2.911	-396	-110	-105
Số ngày phải trả	35,5	20,7	17,3	20,2	20,3	Tiền từ HĐKD	-3.773	-1.395	757	1.193	1.263
Luân chuyển tiền	126,5	106,0	100,0	103,6	103,8	+ Thanh lý TSCĐ	24	9	0	0	0
An toàn tài chính	2023	2024	2025F	2026F	2027F	+ Mua sắm TSCĐ	-341	-323	-446	-370	-380
TT hiện hành	1,31	1,27	1,31	1,38	1,46	+ Đầu tư ròng	#N/A N/A	#N/A N/A	0	0	0
TT nhanh	1,00	1,03	1,06	1,11	1,17	+ Khác	-9	860	0	0	0
TT tiền mặt	0,13	0,21	0,22	0,24	0,26	Tiền từ HĐĐT	-327	546	-446	-370	-380
Nợ / Tài sản	0,44	0,49	0,47	0,43	0,40	+ Cổ tức đã trả	-174	-320	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	0,52	0,57	0,55	0,52	0,48	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	1,08	1,32	1,22	1,06	0,92	+ Nợ ngắn hạn	20.218	24.032	20	-625	-694
						+ Nợ dài hạn	-16.381	-21.317	-41	-41	-41
						+ Khác	3	11	0	0	0
						Tiền từ HĐTC	3.665	2.405	-21	-666	-735
						Lưu chuyển tiền	-436	1.556	291	157	148
						Tiền cuối năm	1.402	2.959	3.249	3.406	3.554

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
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	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

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Phạm Thu Hường

Chuyên viên Phân tích

pthuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>