



# Cập Nhật VHC – GIỮ

Ngày 28/05/2021

---

## Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250  
giaonbt@acbs.com.vn

## Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

**GIỮ**

**HOSE: VHC**

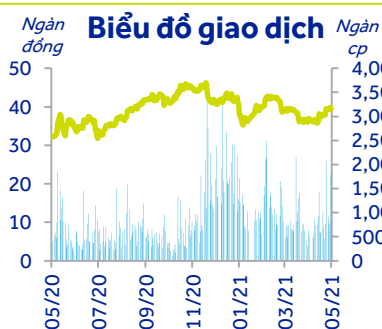
**Xuất khẩu thủy sản**

Giá hiện tại (VND)	39.700
Giá mục tiêu (VND)	40.100
Tỷ lệ tăng giá	1,0%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	2,5%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	3,5%

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-4,3	10,6	0,0	22,9
Tương đối	-22,6	3,6	-11,7	-31,8

Nguồn: Bloomberg



### Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lệ Khanh (CT HĐQT)	43,5%
Mitsubishi Corp.	6,6%
Lâm Quang Thanh	4,6%

### Thông kê

<b>Mã Bloomberg</b>	<b>27/05/21</b>
<b>VHC VN</b>	<b>VHC VN</b>
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	32.950-47.400
SL lưu hành (triệu cp)	182
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.205
Vốn hóa (triệu USD)	311
Room khối ngoại còn lại (%)	77,9
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	50,2
KLGD TB 3 tháng (cp)	984.107
VND/USD	23.170
Index: VNIndex / HNX	1.302,49/304,71

## CTCP VĨNH HOÀN (VHC VN)

### Mở rộng sang nhiều mảng hoạt động khác

**KQKD quý 1/2021:** VHC đặt kế hoạch 8.600 tỷ đồng doanh thu (+22,2% n/n) và 700 tỷ đồng LNST (-2,7% n/n) cho năm 2021. Trong quý 1/2021, VHC báo cáo doanh thu tăng 9,3% n/n (1.788,2 tỷ đồng) nhưng LNR giảm -13,9% n/n (135 tỷ đồng), hoàn thành ~20% kế hoạch cả năm. Doanh thu quý 1/2021 tăng được thúc đẩy bởi sự tăng doanh số phụ phẩm (+52,8% n/n), sản phẩm GTGT (+26,9% n/n) và collagen/gelatin (+13% n/n) trong khi doanh thu từ mảng phi lê giảm nhẹ (-1% n/n). Số liệu tháng 4 cho thấy mảng phi lê phục hồi mạnh +54,2% n/n và doanh số hàng GTGT cũng như phụ phẩm đều tăng vọt, lần lượt đạt +122,2% n/n và +106,8% n/n. Thao ban lãnh đạo, sự phục hồi mảng cá tra phi lê chủ yếu đến từ việc tăng sản lượng trong khi giá bán bình quân ASP vẫn đi ngang.

**Mảng kinh doanh mới:** VHC có kế hoạch quay trở lại mảng thức ăn chăn nuôi và gạo, đồng thời mở rộng hoạt động sang mảng nước ép trái cây và trái cây sấy chân không. Cả 3 dự án sẽ được triển khai trong 3 năm, giai đoạn 1 bắt đầu từ năm 2021 với vốn đầu tư dự kiến cho giai đoạn này là 700 tỷ đồng. Tổng chi phí đầu tư cho cả 3 dự án là 1.900 tỷ đồng, trải dài trong 3 năm. Những dự án này dự kiến sẽ tạo ra doanh thu sớm nhất từ nửa cuối năm 2022.

**Thay đổi dự phóng:** Chúng tôi tăng dự phóng sản lượng cá tra từ +3% n/n lên +10% n/n nhằm phản ánh xu hướng hiện nay trong khi giữ nguyên giá bán. Chúng tôi thêm vào dự phóng doanh thu cho công ty con Sa Giang 297,1 tỷ đồng cho năm 2021. Từ đó nâng dự phóng doanh thu toàn VHC lên 12,7% cho năm 2021, đạt 8.371,6 tỷ đồng (+19,0% n/n). Chúng tôi điều chỉnh dự phóng biên LNG cho năm 2021 từ 15,1% xuống 14,7%, phản ánh biên LNG cao hơn từ mặt hàng Nano collagen nhưng ASP không đổi cho mảng cá tra. Con số này tương đương với +0,3 ptđ so với năm 2020. Từ đó LNR cho năm 2021 dự kiến đạt 698,3 tỷ đồng (-2,9% n/n). Tổng chi phí đầu tư trong năm 2021 là 1.300 tỷ đồng.

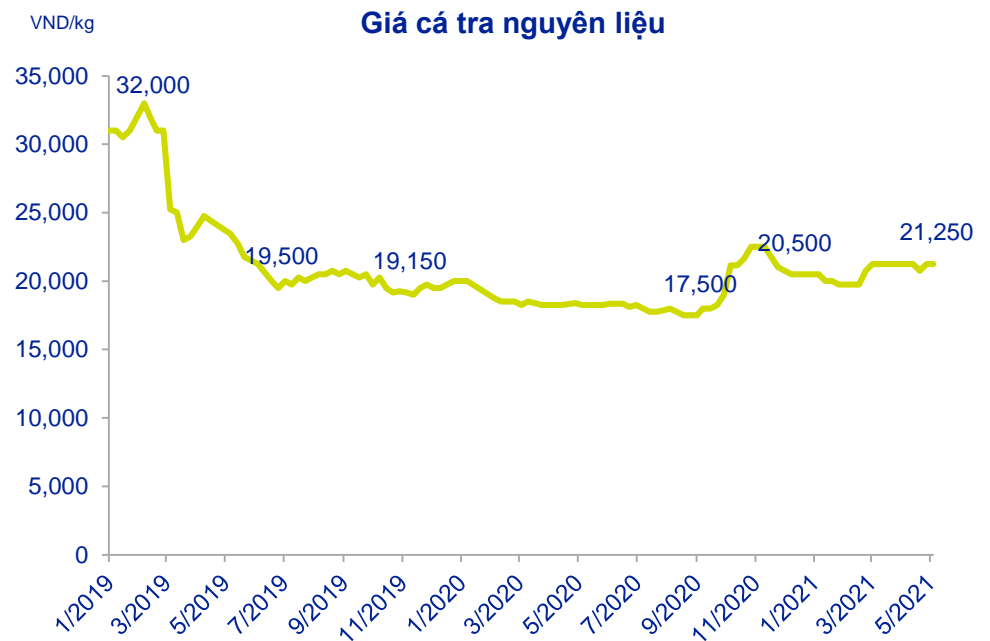
**Định giá:** Chúng tôi duy trì định giá VHC theo phương pháp bình quân DCF và PE. Chúng tôi đặt PE mục tiêu là 9,8x, chiết khấu 20% so với bình quân PE tại Ấn Độ - là quốc gia được chọn để so sánh với Việt Nam trong quyết định sơ bộ kỳ POR 16. Chúng tôi xác định giá trị hợp lý theo DCF là 42.775 đ/cp và theo PE là 37.420 đ/cp, từ đó đạt mức giá mục tiêu mới là **40.100 đ/cp (3,5% TSR)** và duy trì khuyến nghị **GIỮ**. Chúng tôi tin rằng đây là giá trị hợp lý do doanh nghiệp đang bước vào chu kỳ đầu tư mới và kết quả các mảng hoạt động mới sẽ chỉ được thấy rõ từ 2022-2023 trở đi.

	2018	2019	2020	2021E	2022E
DT Thuần (tỷ đồng)	9.271	7.867	7.037	8.372	9.400
Tăng trưởng (%)	13,7	-15,1	-10,5	19,0	12,3
EBITDA (tỷ đồng)	1.834	1.292	892	1.098	1.268
Tăng trưởng (%)	93,8	-29,6	-30,9	23,1	15,4
LN ròng (tỷ đồng)	1.442	1.179	719	698	743
Tăng trưởng LN (%)	138,5	-18,2	-39,0	-2,9	6,4
EPS (hiệu chỉnh, VND)	15.607	12.776	3.953	3.838	4.085
Tăng trưởng (%)	138,5	-18,2	-39,0	-2,9	6,4
ROE (%)	41,5	26,5	14,3	12,6	12,3
ROA (%)	25,4	18,3	10,4	8,7	7,9
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,3	-0,6	-0,3	0,5	1,0
EV/EBITDA (x)	2,5	3,1	9,3	8,3	7,8
PER (lần)	2,5	3,1	10,0	10,3	9,7
PBR (lần)	0,9	1,5	1,4	1,2	1,2
Cổ tức (đồng)	4.000	-	2.000	1.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	10,1	-	5,0	2,5	5,0

### Các mảng hoạt động hiện hữu

#### Mảng cá tra

VHC hiện có tổng diện tích vùng nuôi cá tra là 660ha, sau khi đã thêm 220ha từ vùng Tân Hưng vào đầu năm 2020. Theo ban lãnh đạo, VHC không có kế hoạch tăng diện tích vùng nuôi trong thời gian tới do hiện nay chỉ mới sử dụng 30% phần diện tích tăng thêm. Dự kiến tỷ lệ tự cung của VHC trong năm 2021 sẽ trong khoảng 70-75% (so với mức 65% trong năm 2020) và ban lãnh đạo khẳng định sẽ giữ tỷ lệ này ổn định bất kể sự biến động của giá cá tra nguyên liệu trên thị trường



Nguồn: VASEP

Đại diện VHC ước tính lượng hàng tồn kho cá tra nguyên liệu tại Việt Nam đang giảm. Cùng với kỳ vọng sự phục hồi nhu cầu tiêu thụ cá trên thế giới, giá cá tra nguyên liệu dự kiến sẽ tăng. Kho lạnh mới tại Vĩnh Phước đã giúp VHC dự trữ đủ lượng nguyên liệu cần thiết và do đó giảm thiểu tác động từ việc tăng giá nguyên liệu dự kiến.

Việc tăng chi phí container và chi phí vận tải không ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động của VHC do doanh nghiệp xuất khẩu bằng hình thức FOB. Tuy nhiên VHC vẫn chủ động hỗ trợ một phần chi phí cho các đối tác lớn và lâu năm. Từ quý 1/2021 VHC nhận thấy chi phí vận tải đang giảm dần và kỳ vọng sẽ ổn định từ quý 2/2021. Theo đó, chi phí hỗ trợ sẽ giảm từ quý 2/2021 và biên lợi nhuận của VHC sẽ cao hơn.

Đối với các thị trường xuất khẩu, thị trường Trung Quốc tăng mạnh nhất trong quý 1/2021, đạt +150,7% n/n do tăng trưởng từ mức thấp, theo sau là thị trường EU (+6,3% n/n) nhờ vào việc các dịch vụ ăn uống đã được mở cửa trở lại tại thị trường này. Thị trường Mỹ ghi nhận tăng trưởng âm -6,5% n/n trong quý 1/2021. Tuy nhiên tín hiệu tốt xuất hiện trong tháng 4/2021 đối với cả 3 thị trường xuất khẩu chính của VHC, đặc biệt là Trung Quốc (+243,5% n/n) và Mỹ (+88,9% n/n).

**Thuế chống bán phá giá:** Quyết định cuối cùng cho kỳ xem xét POR 16 vẫn chưa được công bố bởi Bộ Thương mại Hoa Kỳ. Ban lãnh đạo VHC vẫn tự tin có thể đạt được thuế

suất 0%, so với thuế suất 0,09USD/kg đang được công bố trong quyết định sơ bộ. Các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam khác đang chịu thuế suất 2,39USD/kg.

Vĩnh Hoàn hiện đang sử dụng 1 dây chuyền máy móc cá tra để thử nghiệm mặt hàng cá biển/cá hồi từ đầu tháng 5/2021.

### Sản phẩm Nano collagen mới

Các sản phẩm Nano collagen mới có tỷ suất LNG cao hơn so với các sản phẩm collagen hiện có của VHC, cải thiện biên LNG của mảng collagen/gelatin từ 40% lên 60%. Doanh nghiệp đã nâng công suất collagen/gelatin từ 2.000 tấn lên 3.500 tấn/năm và VHC hiện đang sử dụng 30% công suất tăng thêm, dự kiến sẽ sử dụng đến 50% công suất tăng thêm vào cuối năm 2021.

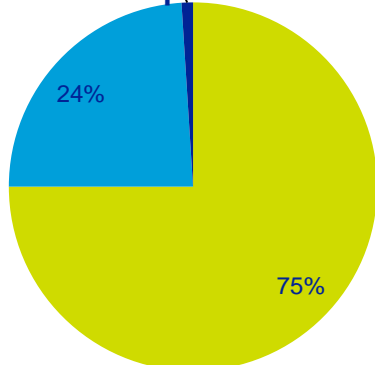
### Sa Giang

Công ty Sa Giang (HNX:SGC) – công ty con mới của VHC (76,7% tỷ lệ sở hữu) hiện đang sản xuất các mặt hàng bánh phồng tôm và các sản phẩm từ gạo như hủ tía, bún gạo, bánh hỏi... Bánh phồng tôm đóng góp 75% doanh thu cho SGC trong khi các sản phẩm từ gạo đóng góp phần còn lại. Khoảng 56% doanh thu của SGC được đóng góp từ xuất khẩu, chủ yếu sang thị trường EU và 44% doanh thu còn lại đến từ thị trường nội địa.

Với sự cộng hưởng từ Vĩnh Hoàn, VHC sẽ giúp SGC tiếp cận các thị trường xuất khẩu mới từ Mỹ, EU và Trung Quốc. Ngược lại SGC sẽ giúp các sản phẩm của Vĩnh Hoàn tiếp cận được kênh thương mại hiện đại tại Việt Nam khi được phân phối tại Mega Market, Aeon, Lotte Mart, Coop Extra và Bách Hóa Xanh. Theo VHC, mảng sản phẩm từ gạo có biên LNG cao hơn bánh phồng tôm và do đó sẽ là trọng tâm chính cho việc phát triển của SGC trong thời gian tới. Nhà máy mới sản xuất các sản phẩm từ gạo đã được đưa vào hoạt động từ tháng 3/2021 và dự kiến sẽ chạy hết công suất trong năm nay.

Cho năm 2021, chúng tôi ước tính doanh thu từ SGC sẽ giảm 4,5% n/n (đạt 297,1 tỷ đồng) do doanh thu từ mảng bánh phồng tôm dự kiến giảm -8% n/n và mảng sản phẩm từ gạo tăng 6% n/n, phản ánh chiến lược mới của doanh nghiệp. Chúng tôi cũng nhận thấy bánh phồng tôm không phải là một sản phẩm thiết yếu. Các sản phẩm từ gạo sẽ phù hợp hơn trong giai đoạn khó khăn này của người tiêu dùng Việt Nam và trên thế giới bởi cách sử dụng thuận tiện, hạn sử dụng dài và là sản phẩm thay thế tốt cho gạo.

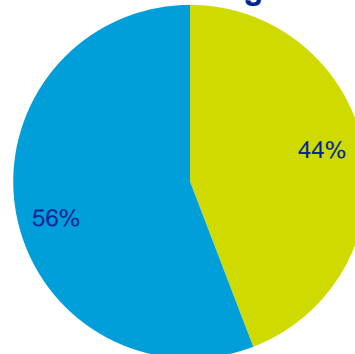
Doanh thu Sa Giang theo sản phẩm



■ Bánh phồng tôm ■ Sản phẩm từ gạo ■ Khác

Nguồn: SGC

Doanh thu Sa Giang theo thị trường



■ Nội địa ■ Xuất khẩu

Nguồn: SGC

### Các mảng kinh doanh mới

VHC đang mở rộng hoạt động kinh doanh sang 3 mảng mới với tổng chi phí đầu tư là 1.900 tỷ đồng, trải dài trong 3 năm. Mục tiêu chính nhằm xây dựng một chuỗi sản xuất khép kín và tích hợp với sự mở rộng theo chiều ngang, mang lại cho khách hàng VHC nhiều sản phẩm đa dạng hơn bên cạnh các sản phẩm từ cá. Đối với nguồn nhân lực của VHC, mục tiêu là tạo ra một môi trường làm việc ổn định, nâng cao và thú vị hơn. Đối với doanh nghiệp VHC, các mảng hoạt động mới sẽ mang lại dòng tiền ổn định hơn, bù đắp cho sự bấp bênh từ ngành cá tra.

Chúng tôi chưa ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ các mảng hoạt động kinh doanh mới này vào mô hình định giá do ban lãnh đạo dự kiến các dự án mới này chỉ tạo ra doanh thu sớm nhất là từ nửa cuối năm 2022. Về lâu dài, chúng tôi tin rằng các dự án mới này sẽ tạo ra được sự cộng hưởng tốt với các hoạt động hiện có của Vĩnh Hoàn do doanh nghiệp có thể tận dụng nguồn thức ăn cá tự cung cũng như tận dụng nguồn chất thải từ cá cho phân bón các vùng cây trồng mới của mình. Điều này sẽ giúp VHC kiểm soát được chi phí tốt hơn cũng như khả năng truy xuất nguồn gốc cao hơn cho tất cả các sản phẩm của doanh nghiệp. Chúng tôi tin rằng mảng gạo và nước ép trái cây/trái cây sấy chân không có thể được hưởng lợi từ kinh nghiệm cũng như quan hệ lâu năm của Vĩnh Hoàn với các thị trường xuất khẩu chính của mình, giúp các sản phẩm mới này thâm nhập thị trường nhanh hơn.

### Mảng thức ăn chăn nuôi

Vĩnh Hoàn thành lập Vĩnh Hoàn 1 vào năm 2008, hoạt động trong lĩnh vực thức ăn chăn nuôi. VHC đã bán Vĩnh Hoàn 1 cho Pilmico International (Philippines) vào cuối năm 2014 và thành lập Vĩnh Hoàn Hậu Giang, tiếp tục hoạt động trong lĩnh vực thức ăn chăn nuôi và phân phối chủ yếu cho Pilmico. VHC đã giải thể Vĩnh Hoàn Hậu Giang vào năm 2016.

Trong năm 2021, VHC có kế hoạch quay trở lại mảng thức ăn chăn nuôi, tự cung cấp tới 50% thức ăn cho cá. Theo ban lãnh đạo, VHC đã có kinh nghiệm trong lĩnh vực này và lần này sẽ triển khai một hệ thống tích hợp khép kín. Nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi mới dự kiến sẽ có công suất 3.500 tấn/năm với tổng vốn đầu tư là 500 tỷ đồng.

### Mảng sản xuất gạo

Vĩnh Hoàn 2 hoạt động trong mảng sản xuất gạo được Vĩnh Hoàn thành lập vào năm 2011 và giải thể 8 năm sau đó vào năm 2019. Trong năm 2018, mảng gạo chỉ tạo ra doanh thu 14 tỷ đồng cho VHC. Theo ban lãnh đạo, thất bại đối với mảng gạo trong giai đoạn đó của VHC đến từ việc doanh nghiệp không kiểm soát được giá bán.

VHC có kế hoạch trở lại mảng gạo và với dự án lần này doanh nghiệp sẽ đảm bảo được sản lượng đầu ra cũng như kiểm soát được giá bán với tỷ lệ sử dụng nội bộ lên đến 50% tổng sản lượng, 50% còn lại sẽ được bán cho 1-2 khách hàng lớn. Với dự án này, VHC có thể sẽ tự xây dựng thương hiệu gạo riêng. Doanh nghiệp sẽ cung cấp thêm thông tin chi tiết về dự án trong quý 2/2021.

### Nước ép trái cây và trái cây sấy chân không

Đây sẽ là mảng hoạt động kinh doanh mới đối với VHC. Doanh nghiệp sẽ tận dụng lợi thế từ các sản phẩm của công ty liên kết Mai Thiên Thanh như phân bón và đất organic. Ngoài ra VHC cũng có thể tận dụng chất thải từ cá làm phân bón cho cây trồng.

VHC đã bắt đầu trồng thanh long và thơm. Các thiết bị máy móc cũng đã được đầu tư và sản phẩm mới đã hoàn thành giai đoạn thử nghiệm. Nhà máy cho dòng sản phẩm mới này dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ cuối năm 2021 hoặc đầu năm 2022.

Theo đại diện VHC, sản phẩm trái cây sấy chân không khác với các sản phẩm trái cây sấy hiện có tại Việt Nam. Thị trường ngách này đã có tại Singapore và Trung Quốc và quy trình sản xuất đòi hỏi công nghệ tiên tiến hơn. VHC sẽ đạt được sự cộng hưởng khi tận dụng đội ngũ kỹ thuật collagen của mình.

### Chi phí đầu tư và nguồn tài chính

Tổng chi phí đầu tư của VHC trong năm 2021 dự kiến là VND1.300 tỷ đồng, bao gồm 700 tỷ đồng cho 3 dự án mới, 200 tỷ đồng cho Vĩnh Phước, 300 tỷ đồng cho các hoạt động bảo trì hàng năm và 100 tỷ đồng chi phí khác. Tính đến thời điểm quý 1/2021, VHC có 1.159,8 tỷ đồng tiền và các khoản tương đương tiền và 1.121,4 tỷ đồng tổng nợ vay, trong đó 93,8% là nợ ngắn hạn chủ yếu dùng làm vốn lưu động cho hàng tồn kho.

Theo đại diện của VHC cho biết, doanh nghiệp sẽ sử dụng nguồn tài chính tự có cho khoản đầu tư 1.300 tỷ đồng trong năm 2021 và dự kiến sẽ tự tài trợ khoản đầu tư 1.200 tỷ đồng cho 2 năm sau đó cho cả 3 dự án mới. Với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dự kiến đạt 907,5 – 1.044,3 tỷ đồng trong giai đoạn 2022-2023 theo ước tính của chúng tôi, chúng tôi tin rằng VHC có thể thực hiện cả 3 dự án mới mà không cần vay nợ dài hạn. Tuy nhiên, nguồn vốn lưu động cần thiết dự kiến sẽ tăng lên khi cả 3 dự án đi vào hoạt động, mô hình dự phóng của chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ/VCSH của VHC sẽ tăng dần lên và đạt 27,9% vào năm 2023.



<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VHC</b>	Giá hiện tại (đồng):	39.700	Giá mục tiêu (đồng):	40.100	Vốn hóa (tỷ đồng):	7.205
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Doanh thu thuần</b>	9.271	7.867	7.037	8.372	9.400	10.585
<i>Tăng trưởng (%)</i>	13,7%	-15,1%	-10,5%	19,0%	12,3%	12,6%
<b>GVHB trừ khấu hao</b>	7.083	6.212	5.797	6.877	7.697	8.635
<b>Chi phí bán hàng và QLDN</b>	354	401	319	396	435	490
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	3,8%	5,1%	4,5%	4,7%	4,6%	4,6%
<b>EBITDA</b>	1.834	1.292	892	1.099	1.268	1.459
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	19,8%	16,4%	12,7%	13,1%	13,5%	13,8%
<b>Khấu hao</b>	149	160	197	261	343	429
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	1.685	1.133	695	838	925	1.031
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	18,2%	14,4%	9,9%	10,0%	9,8%	9,7%
<b>Chi phí lãi vay ròng</b>	-9	-24	-59	69	105	133
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	1,1%	-50,7%	-12,3%	-51,0%	-12,1%	-8,6%
<b>Thuế</b>	246	130	84	83	88	96
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	14,5%	9,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
<b>Lợi ích CĐTS</b>	-0,1	-	-	10	10,6	11,6
<b>Lợi nhuận ròng</b>	1.442	1.179	719	698	743	812
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	15,6%	15,0%	10,2%	8,3%	7,9%	7,7%
<b>Tiền mặt đạt được</b>	1.591	1.339	916	959	1.086	1.240
<b>Số lượng cổ phiếu (triệu cp)</b>	92,4	181,9	181,9	181,9	181,9	181,9
<b>EPS (VND)</b>	15.607	12.776	3.953	3.838	4.085	4.461
<b>T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)</b>	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	15.607	12.776	3.953	3.838	4.085	4.461
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	138,2%	-18,1%	-69,1%	-2,9%	6,4%	9,2%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Thay đổi vốn lưu động	1.115	-546	405	418	369	423
Capex	715	378	554	1.301	1.090	1.116
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	6	431	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	40	1.151	-80	152	185	222
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-123</b>	<b>1.386</b>	<b>-149</b>	<b>-707</b>	<b>-287</b>	<b>-187</b>
Phát hành cp	10	114	2	-	-	-
Cổ tức đã trả	363	185	364	-	364	364
Thay đổi nợ ròng	373	-403	309	795	750	781
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>619</b>	<b>-712</b>	<b>-240</b>	<b>511</b>	<b>1.228</b>	<b>1.871</b>
Giá trị doanh nghiệp	4.287	6.511	6.984	7.724	8.441	9.082
<b>Vốn CSH</b>	<b>4.015</b>	<b>4.875</b>	<b>5.172</b>	<b>5.870</b>	<b>6.249</b>	<b>6.697</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	43.452	26.795	28.425	32.263	34.348	36.809
Nợ ròng / VCSH (%)	15,4%	-14,6%	-4,6%	8,7%	19,6%	27,9%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,3	-0,6	-0,3	0,5	1,0	1,3
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.299</b>	<b>6.612</b>	<b>7.202</b>	<b>8.833</b>	<b>10.083</b>	<b>11.448</b>

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE (%)	41,5%	26,5%	14,3%	12,6%	12,3%	12,5%
ROA (%)	25,4%	18,3%	10,4%	8,7%	7,9%	7,5%
ROIC (%)	25,3%	18,0%	9,7%	9,4%	8,7%	8,5%
WACC (%)	9,4%	10,0%	6,7%	9,8%	9,8%	9,8%
EVA (%)	15,9%	7,9%	3,0%	-0,4%	-1,1%	-1,3%
PER (x)	2,5	3,1	10,0	10,3	9,7	8,9
EV/EBITDA (x)	2,5	3,1	9,4	8,3	7,8	7,2
EV/FCF (x)	-24,8	5,7	-50,1	-9,5	-20,9	-28,6
PBR (x)	0,9	1,5	1,4	1,2	1,2	1,1
PSR (x)	0,4	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/sales (x)	0,5	0,8	1,0	0,9	0,9	0,9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	10,1%	-	5,0%	2,5%	5,0%	5,0%



### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM  
Tel: (+84 28) 3823 4159  
Fax: (+84 28) 3823 5060

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 24) 3942 9395  
Fax: (+84 24) 3942 9407

### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Phó phòng Phân tích

**Nguyễn Bình Thanh Giao**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)  
[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

**Trưởng bộ phận – Bất động sản**

**Phạm Thái Thanh Trúc**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

**CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông**

**Trần Nhật Trung**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

**NVPT – Công nghiệp**

**Trần Trí An Phúc**  
(+8428) 3823 4159 (ext: 325)  
[phuctta@acbs.com.vn](mailto:phuctta@acbs.com.vn)

**CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ**

**Lương Thị Kim Chi**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

**CVPT- Dầu khí**

**Phan Việt Hưng**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

**NVPT – Phái sinh, Vĩ mô**

**Trịnh Viết Hoàng Minh**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)  
[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

**CVPT – Tài chính ngân hàng**

**Cao Việt Hùng**  
(+8428) 3823 4159 (ext: 326)  
[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

**CVPT – Vật liệu xây dựng**

**Huỳnh Anh Huy**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)  
[huyha@acbs.com.vn](mailto:huyha@acbs.com.vn)

**NVPT – PTKT**

**Lương Duy Phước**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

### KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc Khách hàng Định chế

**Tyler Cheung**  
(+84 28) 38 234 876  
[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

**Trưởng bộ phận - GDKHĐC**

**Chu Thị Kim Hương**  
(+84 28) 3824 6679  
[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

**Chuyên viên GDKHĐC**

**Trần Thị Thanh**  
(+84 28) 3824 7677  
[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

**Chuyên viên GDKHĐC**

**Chu Thị Minh Phương**  
(+84 28) 3823 4159 (ext:357)  
[phuongctm@acbs.com.vn](mailto:phuongctm@acbs.com.vn)

**NV Quan hệ doanh nghiệp**

**Lê Thị Mai Như**  
(+84 28) 3823 3834  
[nhultm@acbs.com.vn](mailto:nhultm@acbs.com.vn)

**Nhân viên GDKHĐC**

**Lý Ngọc Dung**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

**NV Hỗ trợ khách hàng**

**Lê Nguyễn Tiến Thành**  
(+84 28) 3823 4798  
[thanhln@acbs.com.vn](mailto:thanhln@acbs.com.vn)

**Nhân viên GDKHĐC**

**Nguyễn Phương Nhi**  
(+84 28) 3823 4159 (ext:315)  
[nhinp@acbs.com.vn](mailto:nhinp@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cố tức) so với giá thị trường.

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cố tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cố tức) thấp hơn -15%.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

**Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2021). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.