

Mua vào (giữ nguyên)

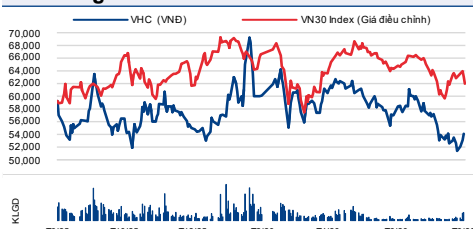
Giá mục tiêu: VNĐ65,500 (từ VNĐ73,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/8/2026) 54,400

Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	51,400-69,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	53,160
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	11,394
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	436
Slg CP lưu hành (tr.đv)	209
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	209
Slg CP NN được mua (tr.đv)	171
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.5%
Tỷ lệ freefloat	54.7%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (45.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.23)	(11.1)	(8.17)
So với chỉ số	(1.73)	(2.03)	(12.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	7,248	6,938	4.5
2027F	7,836	7,054	11.1
2028F	8,381	7,711	8.7

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VHC là công ty xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam. Thị trường xuất khẩu chính gồm: Mỹ, Trung Quốc và Châu Âu.

Chuyên viên phân tích**Trương Hồng Kim**

Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Vị thế tại Mỹ càng vững chắc trước rủi ro thuế quan leo thang

- HSC giảm 10,5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 65.500 đồng/cp sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Với tiềm năng tăng giá hơn 20% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.
- Chúng tôi giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7,4%. VHC tiếp tục là doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ diễn biến tăng thuế CBPG sau đợt rà soát hành chính lần thứ 21 (POR21). Tuy nhiên, rào cản thương mại gia tăng cùng sự suy yếu của nhu cầu vẫn là những rủi ro trọng yếu.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5%/11% trong 1 tháng/3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,2 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 10,3 lần.

Sự kiện: Công bố POR21, VHC hưởng lợi

Bộ Thương mại Mỹ vừa công bố kết quả của đợt rà soát hành chính lần thứ 21 (POR21). Theo đó, thuế CBPG áp lên các nhà xuất khẩu cá tra lớn của Việt Nam tăng mạnh 245-440%, lên 0,38-1,00 USD/kg, trong khi mức thuế suất toàn quốc duy trì ở mức 2,39 USD/kg. HSC cho rằng VHC tiếp tục là đơn vị hưởng lợi lớn nhất vì công ty chính thức được rút khỏi lệnh áp thuế CBPG của Mỹ nên được hưởng mức thuế suất 0%, qua đó nới rộng khoảng cách cạnh tranh so với các nhà xuất khẩu cá tra còn lại của Việt Nam. Tuy nhiên, các rào cản thương mại leo thang, lực cầu suy yếu và áp lực cạnh tranh gay gắt tiếp tục là những trở lực chính. Trong đó, mức thuế bổ sung 12,5% theo Mục 301 cùng nguy cơ phát sinh thêm các dòng thuế bổ sung khác đang tiềm ẩn rủi ro trong dài hạn.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC giảm bình quân 3,3% dự báo doanh thu giai đoạn 2026-2028, do các rào cản thị trường gia tăng kết hợp với lực cầu suy yếu khiến đà tăng trưởng doanh thu giảm tốc về mức hai chữ số thấp, dẫn đến việc điều chỉnh giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần. Cho năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 13.378 tỷ đồng (+11,3% svck) và lợi nhuận thuần đạt 1.518 tỷ đồng (+7,2% svck). Kết hợp với kết quả thực tế nửa đầu năm 2026, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 dự kiến đạt lần lượt 6.979 tỷ đồng (+12,9% svck) và 783 tỷ đồng (+7,8% svck).

Dự báo cho giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần – gần như sát với bình quân dự báo thị trường – tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 7,4% (dự báo trước đây là 9,9%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5%/11% trong 1 tháng/3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,2 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 10,3 lần. HSC giảm 10,5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống còn 65.500 đồng/cp, phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Giá mục tiêu mới tương ứng với tiềm năng tăng giá 22%, cho thấy P/E năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 9 lần và 8,4 lần. Với tiềm năng tăng giá hơn 22% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,732	1,977	2,276 ▲	2,277	2,404
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,226	1,418	1,518	1,641 ▼	1,755 ▼
EPS ĐC (đồng)	5,463	6,319	7,248	7,836 ▼	8,381 ▼
DPS (đồng)	2,000	2,000	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	38,685	42,820	50,455	57,526	65,090
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.04	6.20	5.57	5.33	5.04
P/E ĐC (lần)	9.96	8.61	7.51	6.94	6.49
Lợi suất cổ tức (%)	3.68	3.68	5.51	5.51	5.51
P/B (lần)	1.41	1.27	1.08	0.95	0.84
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	9.26	15.7	14.7	8.10	6.96
ROAE (%)	14.4	15.5	15.0	14.5	13.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Lợi thế thuế quan tại Mỹ bù đắp rủi ro thương mại gia tăng

VHC được xem là doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ việc tăng thuế CBPG sau kết quả POR21, nhờ hưởng mức thuế 0% giúp củng cố vững chắc lợi thế cạnh tranh tại thị trường Mỹ. Quy mô lớn, tệp khách hàng lâu năm cùng vị thế thị trường vững chắc sẽ giúp VHC duy trì sức chống chịu tốt. Trong khi đó, nguồn cung cá thịt trắng trên toàn cầu khan hiếm và giá các sản phẩm cá thay thế tăng cao được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tích cực cho lực cầu cá tra trong nửa cuối năm 2026. HSC kỳ vọng tốc độ tăng trưởng xuất khẩu cá tra sang Mỹ của VHC sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm 2026 (so với mức tăng 9,5% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2026), nhờ khoảng cách chênh lệch thuế quan tiếp tục nới rộng so với các doanh nghiệp xuất khẩu khác tại Việt Nam. Tuy nhiên, rào cản thương mại leo thang tại Mỹ, lực cầu suy yếu và áp lực cạnh tranh gay gắt tiếp tục là những trở ngại chính, cùng với nguy cơ phát sinh thêm những dòng thuế bổ sung mới. Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 7,4%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá là 20% tại giá mục tiêu mới/thấp hơn.

VHC hưởng lợi từ việc tăng thuế CBPG sau kết quả POR21

Vào tháng 8/2026, Bộ Thương mại Mỹ công bố kết quả cuối cùng của đợt rà soát hành chính lần thứ 21 (POR21), giai đoạn 8/2023 đến 7/2024 về thuế CBPG đối với sản phẩm cá tra phi lê Việt Nam. Thuế CBPG chính thức áp lên các doanh nghiệp xuất khẩu trọng điểm tăng mạnh 245-440% so với kết luận sơ bộ vào tháng 2/2026, chạm mức 0,38-1,00 USD/kg (từ mức 0,07-0,29 USD/kg trước đó), trong khi mức thuế suất toàn quốc vẫn được giữ nguyên ở mức 2,39 USD/kg. Mức tăng mạnh này có thể kìm hãm đáng kể hoạt động xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Mỹ. Đối với ANV, mức thuế CBPG cuối cùng 0,84 USD/kg đã tương đương hơn 40% giá xuất khẩu bình quân 1,8-2,1 USD/kg của công ty này kể từ năm 2025, làm suy giảm nghiêm trọng năng lực cạnh tranh tại thị trường Mỹ.

VHC trở thành đơn vị hưởng lợi lớn nhất. Là nhà xuất khẩu Việt Nam duy nhất được chính thức rút khỏi lệnh áp thuế CBPG của Mỹ, VHC tiếp tục duy trì mức thuế 0% và không còn phải nộp dữ liệu sản xuất hàng năm hay tham gia các kỳ rà soát hành chính định kỳ của Bộ Thương mại Mỹ. Khoảng cách thuế quan được nới rộng này sẽ củng cố vững chắc hơn nữa vị thế cạnh tranh của VHC so với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra khác tại Việt Nam. Tại Mỹ, VHC hiện chiếm khoảng 45-47% tổng giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam và thị trường này đóng góp tới 36% doanh thu xuất khẩu của công ty, qua đó càng làm nổi bật tầm quan trọng của lợi thế này.

Vị thế vững vàng nâng đỡ sức chống chịu tại các thị trường chủ lực

VHC giữ vững vị thế số 1 trong ngành xuất khẩu cá tra Việt Nam trong hơn một thập kỷ qua với 13-15% thị phần, nhờ có quy mô vượt trội, tệp khách hàng lâu năm và năng lực cạnh tranh vững chắc tại các thị trường xuất khẩu chủ lực. Cá tra đóng góp hơn 55% tổng doanh thu, trong khi các sản phẩm phụ đóng góp thêm 16,4% trong năm 2025, tăng từ mức 13,2% trong năm 2019. Mặc dù mảng collagen & gelatin đóng góp 6-7% và các mảng khác đóng góp 1-2%, cá tra nhiều khả năng vẫn sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của VHC trong ngắn và trung hạn.

Quy mô kinh doanh, chất lượng sản phẩm, hệ thống chứng nhận cùng năng lực thực hiện đơn hàng đáng tin cậy sẽ tiếp tục là trụ cột nâng đỡ vị thế cạnh tranh của VHC trên thị trường cá tra thương phẩm nói chung. Tại thị trường EU (nơi VHC nắm giữ khoảng 13-15% kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam), rào cản thuế quan nhìn chung vẫn ở mức thấp. Tuy nhiên, các yêu cầu kỹ thuật ngày càng khắt khe về phát triển bền vững, kiểm soát phát thải carbon, phúc lợi động vật và truy xuất nguồn gốc có thể làm tăng chi phí tuân thủ. Hệ thống vùng nuôi đạt chuẩn ASC và GlobalG.A.P. của VHC sẽ đóng vai trò là "tấm khiên" giúp giảm thiểu tác động từ các rào cản kỹ thuật này. Mặc dù vậy, các khoản chi phí phát sinh cho chứng nhận, kiểm toán và đầu tư hạ tầng xanh vẫn có thể tạo áp lực nhất định lên chi phí hoạt động.

Rào cản thương mại và lực cầu suy yếu kìm hãm tiềm năng tăng trưởng

Mặc dù vậy, sự leo thang của các rào cản thương mại kết hợp với xu hướng suy yếu của nhu cầu vẫn là những yếu tố kìm hãm đà tăng trưởng. Tại thị trường Mỹ, mức thuế 12,5% theo Mục 301 (có hiệu lực từ ngày 24/7/2026) kết hợp với nguy cơ từ các biện pháp bảo hộ tiềm tàng khác, như thuế chống dư thừa công suất, tiếp tục là yếu tố rủi ro trọng yếu trong dài hạn. Trong khi đó, lạm phát kéo dài, bất ổn địa chính trị cùng các rủi ro chuỗi cung ứng đang khiến người tiêu dùng tại các thị trường chủ lực trở nên nhạy cảm hơn về giá, qua đó thu hẹp quyền quyết định giá của doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng cá tra cốt lõi của VHC sẽ duy trì đà tăng trưởng ở mức thấp của hai chữ số nhờ vị thế vững chắc và lợi thế thuế quan. Mặc dù vậy, tốc độ tăng trưởng sản lượng và giá bán bình quân sẽ chịu áp lực kìm hãm từ các rào cản thương mại gia tăng và sức ép cạnh tranh ngày càng gay gắt.

Những yếu tố cần theo dõi trong ngắn hạn: Khan hiếm cá thịt trắng hỗ trợ nhu cầu cá tra trước sức ép thuế quan

Yếu tố mùa vụ thúc đẩy lực cầu tại Mỹ và châu Âu trước các kỳ nghỉ lễ cuối năm, cộng hưởng với nguồn cung cá thịt trắng toàn cầu khan hiếm, sẽ củng cố vững chắc năng lực cạnh tranh cho cá tra Việt Nam.

Nguồn cung cá tuyết Đại Tây Dương tiếp tục khan hiếm trong năm 2026. Nga và Na Uy đã giảm 16% (so với cùng kỳ) hạn ngạch đánh bắt cá tuyết, đẩy hạn ngạch Biển Bắc giảm 44% và khiến hoạt động khai thác tại biển Baltic gần như đóng băng hoàn toàn. Do đó, giá cá tuyết đã tăng khoảng 23% trong nửa đầu năm 2026. Nguồn cung càng trở nên khan hiếm hơn sau các lệnh trừng phạt của Mỹ và châu Âu áp lên thủy sản Nga.

Trong khi đó, hạn ngạch khai thác cá minh thái Alaska trong năm 2026 cũng giảm nhẹ so với năm 2025. Các biện pháp cấm vận kéo dài đối với thủy sản Nga – bao gồm cả các sản phẩm có nguồn gốc từ Nga trung chuyển qua nước thứ ba – tiếp tục siết chặt nguồn cung tại Mỹ và châu Âu, qua đó đẩy giá cá minh thái tại thị trường Mỹ tăng khoảng 15-20%.

Nhìn chung, nguồn cung các loài cá thịt trắng chủ lực tại Mỹ và châu Âu vẫn trong tình trạng khan hiếm, kéo theo giá bán tăng khoảng 15-20%. Ngược lại, giá cá tra Việt Nam chỉ tăng khoảng 7%, qua đó làm nổi bật lợi thế về mặt giá trị và củng cố vị thế cạnh tranh tại các thị trường xuất khẩu chủ lực.

Trên cơ sở đó, HSC dự báo doanh thu xuất khẩu cá tra sang Mỹ của VHC sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2026, có khả năng đạt mức tăng trưởng hai chữ số (so với mức tăng 9,5% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2026), nhờ vị thế thuận lợi khi mức thuế CBPG sau POR21 tăng cao áp lên các doanh nghiệp xuất khẩu khác tại Việt Nam.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Sau khi phân tích KQKD thực tế trong nửa đầu năm 2026 cùng triển vọng của VHC, HSC điều chỉnh giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 của VHC (Bảng 1-3). Cho năm 2026, chúng tôi giảm lần lượt 4,6% và 2,4% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần, xuống còn 13.378 tỷ đồng (tăng trưởng 11,3%) và 1.518 tỷ đồng (tăng trưởng 7%). Đáng chú ý, các mức dự báo này cho thấy doanh thu thuần và lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 lần lượt đạt 6.979 tỷ đồng (+12,9% svck) và 783 tỷ đồng (+7,8% svck) (Bảng 4-5).

Trong khi đó, cho năm 2027-2028, chúng tôi dự báo doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt 11,1% và 11,7% (đạt 14.862 tỷ đồng và 16.602 tỷ đồng), trong khi lợi nhuận thuần dự kiến đạt lần lượt 1.641 tỷ đồng và 1.755 tỷ đồng (tăng trưởng 8,1% và 7%).

Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 7,4% (dự báo trước đây là 9,9%).

Bảng 1: Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-28, VHC

HSC giảm lần lượt 3,3% và 5% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	2026F				2027F				2028F			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu	14,028	13,378	11.3%	-4.6%	15,359	14,862	11.1%	-3.2%	16,946	16,604	11.7%	-2.0%
Lợi nhuận thuần	1,555	1,518	7.0%	-2.4%	1,747	1,641	8.1%	-6.1%	1,881	1,755	7.0%	-6.7%

Nguồn: HSC

Bảng 2: Giả định doanh thu theo sản phẩm, VHC

Chúng tôi giảm bình quân 8,4% dự báo doanh thu các sản phẩm cá tra trong giai đoạn 2026-28 trong bối cảnh các rào cản thương mại tại Mỹ và EU ngày càng gia tăng

Tỷ đồng	2026F				2027F				2028F			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Sản phẩm cá tra	7,923	7,207	13.3%	-9.0%	8,570	7,862	9.1%	-8.3%	9,249	8,512	8.3%	-8.0%
Phụ phẩm	1,966	2,242	14.8%	14.0%	2,145	2,425	8.2%	13.1%	2,313	2,616	7.9%	13.1%
Collagen & gelatin	835	758	-2.8%	-9.2%	895	859	13.3%	-4.0%	958	947	10.3%	-1.1%
Khác	3,305	3,171	8.4%	-4.0%	3,749	3,716	17.2%	-0.9%	4,427	4,529	21.9%	2.3%
Tổng	14,028	13,378	11.3%	-4.6%	15,359	14,862	11.1%	-3.2%	16,946	16,604	11.7%	-2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 3: Giả định tỷ suất lợi nhuận và tỷ lệ chi phí QL&BH/doanh thu, VHC

Chúng tôi tăng bình quân 0,9 điểm phần trăm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cho giai đoạn 2026-28 dựa trên kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2026

	2026F			2027F			2028F		
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.6%	18.0%	1.4 điểm %	16.8%	16.7%	-0.1 điểm %	16.5%	16.1%	-0.4 điểm %
Chi phí QL&BH/doanh thu	5.0%	4.8%	-0.2 điểm %	5.0%	4.8%	-0.2 điểm %	5.0%	4.8%	-0.2 điểm %
Tỷ suất LNTT	13.4%	14.2%	0.8 điểm %	13.8%	13.8%	0.0 điểm %	13.4%	13.2%	-0.2 điểm %
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.1%	11.3%	0.2 điểm %	11.4%	11.0%	-0.4 điểm %	11.1%	10.6%	-0.5 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 4: Ước tính KQKD thực tế và dự phóng 6 tháng, VHC

HSC dự báo doanh thu 6 tháng cuối năm 2026 sẽ tăng 12,9% so với cùng kỳ và tăng 9% so với nửa đầu năm, qua đó đưa lợi nhuận thuần tăng 7,8% so với cùng kỳ và tăng 6,5% so với 6 tháng đầu năm

Tỷ đồng	6 tháng đầu 2025	6 tháng đầu 2026	So với cùng kỳ	6 tháng cuối 2025	6 tháng cuối 2026	So với cùng kỳ	So với nửa đầu năm
Doanh thu	5,841	6,399	9.5%	6,180	6,979	12.9%	9.1%
Lợi nhuận thuần	692	735	6.3%	727	783	7.8%	6.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.4%	17.8%	1.4 điểm %	17.5%	18.1%	0.6 điểm %	0.3 điểm %
Chi phí QL&BH/doanh thu	4.6%	4.6%	0.0 điểm %	4.9%	4.9%	0.1 điểm %	0.3 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 5: Giả định doanh thu 6 tháng cuối năm 2026 theo sản phẩm, VHC

Trong nửa cuối năm 2026, doanh thu mảng cá tra được kỳ vọng sẽ tăng trưởng nhanh hơn so với 6 tháng đầu năm và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực

Tỷ đồng	6 tháng đầu 2025	6 tháng đầu 2026	So với cùng kỳ	6 tháng cuối 2025	6 tháng cuối 2026	So với cùng kỳ	So với nửa đầu năm
Sản phẩm cá tra	3,139	3,453	10.0%	3,224	3,754	16.4%	8.7%
Phụ phẩm	894	1,028	15.0%	1,059	1,214	14.6%	18.1%
Collagen & gelatin	399	372	-6.8%	381	386	1.4%	3.9%
Sản phẩm GTGT	63	89	40.8%	72	98	35.6%	10.0%
Các sản phẩm khác	1,341	1,440	7.4%	1,328	1,545	16.3%	7.3%
Tổng	5,836	6,382	9.4%	6,064	6,996	15.4%	9.6%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 10,5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 65.500 đồng/cp sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Tại giá mục tiêu mới, tiềm

năng tăng giá của cổ phiếu là 20%, cho thấy P/E năm 2026-2027 lần lượt là 9 lần và 8,4 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Mô hình định giá của chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% nhưng giảm giả định hệ số beta xuống 1 lần (từ mức 1,1 trước đây, theo dữ liệu cập nhật từ Bloomberg). Dựa trên những thông tin này, giả định WACC mới là 11,3%, từ mức 12% trước đây.

Bảng 6: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VHC

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
EBIT	1,761	1,774	1,879	2,507	2,871	3,219
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,477	1,466	1,550	2,079	2,385	2,676
Cộng: Khấu hao	515	503	525	594	643	696
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(802)	(892)	(787)	(782)	(848)	(919)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(551)	(639)	(781)	(854)	(1,067)	(1,307)
UFCF	639	438	508	1,038	1,114	1,146

Nguồn: HSC

Bảng 7: Tính toán WACC, VHC

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta (lần)	1.0
Chi phí vốn CSH	12.8%
Lãi suất bình quân	6.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	15.0%
Chi phí nợ sau thuế	5.5%
Tỷ trọng nợ	20.0%
WACC	11.3%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Tính toán DCF, VHC

	Đơn vị	Giá trị (giữa 2027)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến 2030	Tỷ đồng	2,936
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	8,070
Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	11,006
Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	4,426
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	1,296
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	13,723
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	209
Giá trị hợp lý	Đồng/cp	65,500

Nguồn: HSC

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro (đồng), VHC

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	65,600	66,800	68,100	69,600	71,300
	3.5%	64,500	65,600	66,800	68,100	69,600
	4.0%	63,500	64,400	65,500	66,700	68,100
	4.5%	62,500	63,400	64,400	65,500	66,700
	5.0%	61,600	62,400	63,400	64,400	65,500

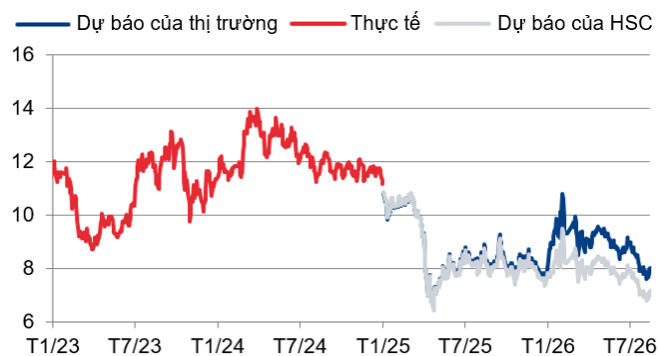
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5%/11% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,2 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 10,3 lần.

Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHC

Dựa trên ước tính của chúng tôi, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,2 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 11: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VHC

...thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 10,3 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	12,513	12,021	13,378	14,862	16,604
Lợi nhuận gộp	1,895	2,040	2,403	2,487	2,676
Chi phí BH&QL	(654)	(565)	(642)	(713)	(797)
Thu nhập khác	66.3	50.5	0	0	0
Chi phí khác	(31.2)	(33.2)	0	0	0
EBIT	1,276	1,493	1,761	1,774	1,879
Lãi vay thuần	207	252	136	278	315
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.24	5.09	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,485	1,749	1,898	2,051	2,194
Chi phí thuế TNDN	(182)	(243)	(285)	(308)	(329)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(76.4)	(88.5)	(94.8)	(102)	(110)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,226	1,418	1,518	1,641	1,755
Lợi nhuận thuần ĐC	1,226	1,418	1,518	1,641	1,755
EBITDA ĐC	1,732	1,977	2,276	2,277	2,404
EPS (đồng)	6,556	6,319	6,764	7,836	8,381
EPS ĐC (đồng)	5,463	6,319	7,248	7,836	8,381
DPS (đồng)	2,000	2,000	3,000	3,000	3,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	187	224	224	209	209
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	224	224	209	209	209
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	224	224	209	209	209

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	570	2,008	268	297	332
Đầu tư ngắn hạn	2,340	2,377	4,133	4,154	4,773
Phải thu khách hàng	2,207	1,985	2,132	2,437	2,779
Hàng tồn kho	2,911	2,785	2,983	3,457	3,993
Các tài sản ngắn hạn khác	213	167	246	243	269
Tổng tài sản ngắn hạn	8,241	9,322	9,761	10,588	12,146
TSCĐ hữu hình	3,059	2,814	3,173	3,634	3,968
TSCĐ vô hình	471	593	557	520	482
Bất động sản đầu tư	0	239	0	0	0
Đầu tư dài hạn	55.9	55.9	50.0	50.0	50.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	13.5	0	11.3	11.3	11.3
Tài sản dài hạn khác	408	384	374	359	364
Tổng tài sản dài hạn	4,008	4,086	4,165	4,574	4,876
Tổng cộng tài sản	12,249	13,408	13,926	15,162	17,022
Nợ ngắn hạn	2,277	2,046	1,546	1,046	1,046
Phải trả người bán	272	328	340	384	432
Nợ ngắn hạn khác	544	516	611	688	770
Tổng nợ ngắn hạn	3,193	3,311	2,778	2,430	2,596
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	5.72	2.15	2.15	2.15	2.15
Nợ dài hạn khác	29.3	25.8	25.3	25.3	25.3
Tổng nợ dài hạn	35.0	28.0	27.4	27.4	27.4
Tổng nợ phải trả	3,247	3,363	2,830	2,482	2,648
Vốn chủ sở hữu	8,683	9,611	10,568	12,049	13,633
Lợi ích cổ đông thiểu số	319	434	529	631	741
Tổng vốn chủ sở hữu	9,002	10,045	11,097	12,680	14,374
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,249	13,408	13,926	15,162	17,022
BVPS (đ)	38,685	42,820	50,455	57,526	65,090
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,707	37.9	1,279	749	714

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,276	1,493	1,761	1,774	1,879
Khấu hao	(456)	(484)	(515)	(503)	(525)
Lãi vay thuần	207	252	136	278	315
Thuế TNDN đã nộp	(259)	(75.8)	(285)	(308)	(329)
Thay đổi vốn lưu động	742	351	(551)	(639)	(781)
Khác	(102)	155	(79.3)	71.5	67.9
LCT thuần từ HKKD	2,113	2,407	1,362	1,401	1,362
Đầu tư TS dài hạn	(705)	(411)	(802)	(892)	(787)
Góp vốn & đầu tư	(4,171)	(3,801)	0	0	0
Thanh lý	10.8	7.66	0	0	0
Khác	4,003	3,916	264	466	514
LCT thuần từ HĐĐT	(863)	(287)	(538)	(426)	(273)
Cổ tức trả cho CSH	(899)	(449)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(12.5)	(231)	(2,564)	(945)	(1,054)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(912)	(680)	(2,564)	(945)	(1,054)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	233	570	2,008	268	297
LCT thuần trong kỳ	338	1,440	(1,741)	29.7	34.8
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.71)	(1.65)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	570	2,008	268	297	332
Dòng tiền tự do	1,408	1,996	559	509	576

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	15.1	17.0	18.0	16.7	16.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.8	16.4	17.0	15.3	14.5
Tỷ suất LNT (%)	9.80	11.8	11.3	11.0	10.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.3	13.9	15.0	15.0	15.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	24.7	(3.93)	11.3	11.1	11.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	23.9	14.2	15.1	0.03	5.60
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	33.4	15.7	7.05	8.10	6.96
Tăng trưởng EPS (%)	31.1	(3.61)	7.05	15.8	6.96
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	9.26	15.7	14.7	8.10	6.96
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	50.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	30.5	31.7	44.4	38.3	35.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	14.4	15.5	15.0	14.5	13.7
ROACE (%)	14.4	15.6	16.6	14.9	13.8
Vòng quay tài sản (lần)	1.03	0.94	0.98	1.02	1.03
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.66	1.61	0.77	0.79	0.72
Số ngày tồn kho	100	102	99.2	102	105
Số ngày phải thu	75.9	72.6	70.9	71.9	72.8
Số ngày phải trả	9.34	12.0	11.3	11.3	11.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.1	2.35	13.1	7.20	6.21
Nợ/tài sản (%)	18.9	16.7	11.9	7.68	6.93
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.34	1.13	0.73	0.51	0.49
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.58	2.82	3.51	4.36	4.68
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.11	1.02	0.95	0.82	0.73
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.04	6.20	5.57	5.33	5.04
P/E (lần)	8.30	8.61	8.04	6.94	6.49
P/E ĐC (lần)	9.96	8.61	7.51	6.94	6.49
P/B (lần)	1.41	1.27	1.08	0.95	0.84
Lợi suất cổ tức (%)	3.68	3.68	5.51	5.51	5.51

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn