

Mua vào (giữ nguyên)

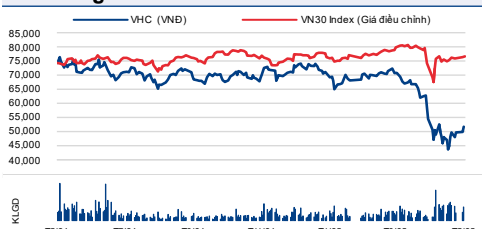
Giá mục tiêu: VNĐ65,000 (từ VNĐ92,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/5/2025)	51,800
Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	43,750-76,349
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	51,117
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	11,627
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	448
Slg CP lưu hành (tr.đv)	224
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	224
Slg CP NN được mua (tr.đv)	160
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	28.8%
Tỷ lệ freefloat	56.7%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (43.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.95)	(26.0)	(30.3)
So với chỉ số	(8.13)	(25.1)	(32.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	6,043	6,969	(13.3)
2026F	6,491	8,422	(22.9)
2027F	7,405	9,917	(25.3)

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

Cơ hội nổi lên giữa các lo ngại về thuế quan

- HSC giảm 29,5% giá mục tiêu đối với VHC xuống 65.000đ do giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới nhằm phản ánh tác động từ chính sách thuế của Mỹ. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Mua vào sau khi giá cổ phiếu giảm 26% trong 3 tháng qua.
- Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh giảm bình quân 16,8%, đa phần do điều chỉnh giảm bình quân 13,3% dự báo doanh thu dựa trên tác động tiềm năng từ chính sách thuế của Mỹ. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 10,4%.
- VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,4 lần.

Sự kiện: Đánh giá tác động từ chính sách thuế của Mỹ

Thị trường Mỹ chiếm 31,5% tổng doanh thu của VHC trong năm 2024. Mặc dù VHC có thể không chịu rủi ro thuế quan nhờ các điều khoản trong hợp đồng với nhà nhập khẩu Mỹ, nhưng giá bán lẻ cao hơn do thuế nhập khẩu của Mỹ có thể ảnh hưởng đến nhu cầu. Bên cạnh đó, các thị trường ngoài Mỹ cũng có thể chịu áp lực khi sản phẩm thủy sản Trung Quốc bị chuyển hướng khỏi thị trường Mỹ. Những yếu tố này có thể tác động đến doanh số của VHC trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về dài hạn, VHC đang nắm giữ một vị thế đặc biệt để mở rộng thị phần tại thị trường Mỹ.

Tác động: Giảm bình quân 16,8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 16,8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, đa phần do giảm bình quân 13,3% dự báo doanh thu. Dự báo sau điều chỉnh cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 9,9% trong năm 2025 (đạt 1.356 tỷ đồng), sau đó tăng trưởng lần lượt 7,4% trong năm 2026 (đạt 1.457 tỷ đồng) và 14,1% trong năm 2027 (đạt 1.662 tỷ đồng).

Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 – thấp hơn so với mức bình quân chậm điều chỉnh của thị trường – tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 10,4%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 26% trong 3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,4 lần.

HSC giảm 29,5% giá mục tiêu xuống 65.000đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá. Đáng lưu ý, do mức độ bất ổn và rủi ro cao từ chính sách thuế quan của Mỹ, chúng tôi áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ mới là 8,75% (tăng từ mức 7,5% trước đó) và tăng hệ số beta lên 1,4 lần (từ 1,2 lần trước đó) theo Bloomberg, dẫn đến giả định WACC cao hơn ở mức 13,5% (từ 12,2% trước đó).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào. Nhờ có vị thế đặc biệt tại thị trường Mỹ, VHC đang có vị thế tốt nhất để mở rộng thị phần và đa dạng hóa cơ cấu sản phẩm. Quả thực, chúng tôi tin rằng VHC xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 8/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,398	1,744	1,945 ▼	2,111 ▼	2,314 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	919	1,234	1,356 ▼	1,457 ▼	1,662 ▼
EPS ĐC (đồng)	5,000	5,496	6,043 ▼	6,491 ▼	7,405 ▼
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	44,629	38,685	44,244	50,081	56,833 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.38	7.65	6.15	5.64	5.37
P/E ĐC (lần)	10.4	9.42	8.57	7.98	7.00
Lợi suất cổ tức (%)	3.86	3.86	3.86	3.86	3.86
P/B (lần)	1.16	1.34	1.17	1.03	0.91
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(53.6)	9.93	9.94	7.41	14.1
ROAE (%)	11.6	14.5	14.6	13.8	13.9

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

Giảm giá mục tiêu/dự báo lợi nhuận do thuế quan; duy trì khuyến nghị Mua vào do định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 29,5% giá mục tiêu xuống 65.000đ, nhằm phản ánh nhận định của chúng tôi về chính sách thuế của Mỹ, điều kiện thị trường suy yếu ở các thị trường ngoài Mỹ do triển vọng kinh tế toàn cầu, và cạnh tranh ngày càng tăng do sản phẩm thủy sản của Trung Quốc chuyển hướng ra khỏi thị trường Mỹ. VHC có nhiều lợi thế đáng kể so với các công ty trong ngành, khi có thể chuyển rủi ro từ thuế quan sang các nhà nhập khẩu và được miễn thuế chống bán phá giá. Những yếu tố này sẽ hỗ trợ VHC mở rộng thị phần trong dài hạn.

Mức thuế 46%: Rủi ro đối với VHC ở mức thấp + cơ hội mở ra

KHKD năm 2025: Ở kịch bản cao, lợi nhuận thuần tăng trưởng 5%

VHC đã tổ chức thành công ĐHCĐ năm 2025 vào ngày 24/4/2025. ĐHCĐ đã thông qua KHKD điều chỉnh cho năm 2025, với doanh thu và lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm lần lượt 11-21% và 13-33% (so với KHKD công bố trước khi ông Trump đưa ra chính sách thuế 'đối ứng' vào ngày 9/4/2025) nhằm phản ánh tác động tiềm năng từ chính sách thuế của Mỹ. Cụ thể, KHKD năm 2025 được xây dựng theo hai kịch bản:

- **Kịch bản thấp:** VHC đặt mục tiêu tổng doanh thu 10,900 tỷ đồng (giảm 13% so với cùng kỳ và thấp hơn 21% so với mục tiêu doanh thu trước đó (trước khi Mỹ công bố chính sách thuế) ở mức 13.800 tỷ đồng) và lợi nhuận thuần 1.000 tỷ đồng (giảm 19% so với cùng kỳ và thấp hơn 33,3% so với mục tiêu lợi nhuận thuần trước đó ở mức 1.500 tỷ đồng).
- **Kịch bản cao:** VHC đặt mục tiêu tổng doanh thu 12,350 tỷ đồng (giảm 1,5% so với cùng kỳ và thấp hơn 10,5% so với mục tiêu doanh thu trước đó) và lợi nhuận thuần 1.300 tỷ đồng (tăng trưởng 5% và thấp hơn 13,3% so với mục tiêu lợi nhuận thuần trước đó).

Lợi thế cạnh tranh giúp VHC vượt qua những thách thức tại thị trường Mỹ

- VHC là đơn vị xuất khẩu cá tra duy nhất của Việt Nam được miễn thuế CBPG tại thị trường Mỹ (từ tháng 1/2025). Nhờ đó, VHC có thể tiết kiệm nguồn lực vốn phải dành cho các kỳ rà soát thuế CBPG hàng năm do Bộ Thương mại Mỹ (DOC) thực hiện, đồng thời giảm thiểu rủi ro từ các mức thuế CBPG biến động khó lường trong tương lai – điều đặc biệt quan trọng trong bối cảnh hiện tại với nhiều bất ổn và xu hướng bảo hộ thương mại ngày càng gia tăng từ phía Mỹ. Đây là một lợi thế so với các doanh nghiệp nội địa khác.
- Trong hợp đồng với khách mua hàng tại Mỹ, VHC thêm vào một điều khoản rằng mọi rủi ro liên quan đến thuế (trừ thuế chống bán phá giá mà VHC hiện đã được miễn toàn bộ) đều do bên mua hàng chịu. Điều này bảo vệ Công ty khỏi các bất ổn liên quan đến chính sách thuế và tạo ra lợi thế cạnh tranh so với các công ty cùng ngành trong nước.
- Mỹ đã chính thức công nhận hệ thống kiểm soát chất lượng cá tra và các sản phẩm cá thuộc bộ Siluriformes của Việt Nam là tương đương với hệ thống của Mỹ. Điều này tạo điều kiện thuận lợi hơn cho hoạt động xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang thị trường Mỹ, so với các nước cung cấp khác chưa được công nhận tương đương.

Các cơ hội trong ngắn hạn...

Nhu cầu cá tra của thị trường Mỹ vẫn vững chắc

Theo nội dung trao đổi của HSC với BLĐ Công ty bên lề ĐHCĐ, chúng tôi hiểu rằng nhu cầu cá tra tại thị trường Mỹ vẫn còn vững chắc, do nguồn cung cá cho thị trường Mỹ đang khá căng thẳng. Cụ thể như sau:

- Cá rô phi, sản phẩm thủy sản được nhập khẩu nhiều thứ 6 tại thị trường Mỹ, đang chịu áp lực nguồn cung lớn do Mỹ áp mức thuế 145% lên hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc, nước đóng góp 52% tổng giá trị nhập khẩu cá rô phi của Mỹ trong năm 2024.

- Cá minh thái, sản phẩm thủy sản được nhập khẩu nhiều thứ 12 tại thị trường Mỹ, đang đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung do Mỹ áp lệnh trừng phạt lên hàng hóa nhập khẩu từ Nga, trong khi việc đánh bắt cá minh thái trong môi trường tự nhiên trong nước bị quy định theo hạn ngạch hằng năm.
- Cá tuyết (sản phẩm thủy sản được nhập khẩu nhiều thứ 7 tại thị trường Mỹ), cá mối, cá chình cát và cá hồi (được nhập khẩu nhiều thứ 2) cũng đang chịu áp lực về nguồn cung vì châu Âu cắt giảm hạn ngạch cá tuyết và cá hồi Đại Tây Dương do trữ lượng cá tự nhiên đang giảm.

Trong khi cá là thực phẩm thiết yếu và có nhu cầu gần như không đổi, tình trạng căng thẳng nguồn cung cá trên diện rộng sẽ thúc đẩy nhu cầu cá tra và các loại cá khác.

Giá bán vẫn có thể tăng cao

Việt Nam vẫn là nhà xuất khẩu cá tra lớn và duy nhất trên thế giới – đóng góp hơn 90% sản lượng xuất khẩu toàn cầu – nên các nhà nhập khẩu không có nhiều lựa chọn. Các nhà nhập khẩu Mỹ cần tiếp tục bày bán sản phẩm cá tra để duy trì sự hiện của sản phẩm trong chuỗi bán lẻ của mình.

Tình trạng thiếu hụt nguồn cung của các chủng loại cá khác cùng với việc thiếu nhà cung cấp thay thế đối với sản phẩm cá tra và giá bán cá tra hiện ở mức thấp cho thấy giá bán có thể sẽ tăng cao. Theo ước tính của HSC, mặc dù bị áp mức thuế 46%, giá cá tra vẫn còn thấp hơn nhiều so với các loại cá khác.

Bảng 1: Ước tính giá bình quân sau thuế của các nước xuất khẩu thủy sản sang Mỹ

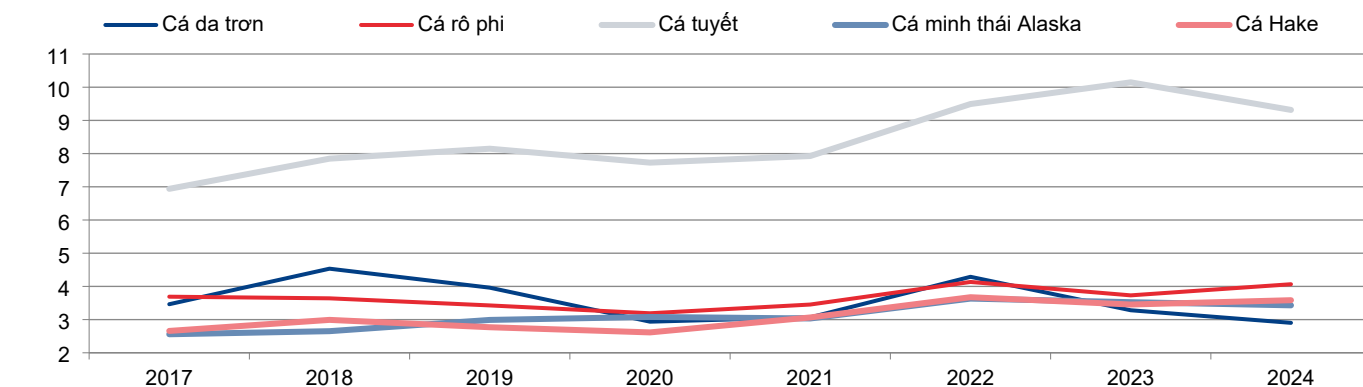
Trong kịch bản tiêu cực nhất – nếu thuế đối ứng được giữ nguyên ở mức hiện tại đối với tất cả các quốc gia sau thời gian hoãn áp dụng kéo dài 90 ngày – sản phẩm cá tra của Việt Nam vẫn là một trong những mặt hàng có mức giá hợp lý nhất

	Tỷ trọng trong tổng KNNK cá thịt trắng của Mỹ năm 2024	Thuế suất hiện hành đối với thủy sản	Tổng thuế sau thời gian hoãn 90 ngày	Giá nhập khẩu bình quân của Mỹ năm 2024 (USD/kg)	Giá sau thuế (USD/kg)	Sản phẩm chính
ĐÀI LOAN	2.3%	0.0%	32%	3.3	4.39	Cá rô phi
VIỆT NAM	20.5%	0.0%	46%	3.1	4.50	Cá tra
BRAZIL	2.7%	0.0%	10%	5.0	5.55	Cá rô phi
COLOMBIA	5.8%	0.0%	10%	7.3	8.02	Cá rô phi
HONDURAS	1.8%	0.0%	10%	7.9	8.70	Cá rô phi
NA UY	1.3%	0.0%	16%	8.0	9.27	Cá tuyết & cá minh thái Alaska
TRUNG QUỐC	41.1%	13.7%	159%	4.2	10.81	Cá rô phi & cá minh thái Alaska
INDONESIA	5.6%	0.0%	32%	8.2	10.84	Cá rô phi
ICELAND	8.8%	0.0%	10%	13.0	14.31	Cá tuyết & cá minh thái Alaska
CANADA	3.2%	0.0%	N/A	6.9	N/A	Cá bơn Alaska & cá minh thái Alaska

Nguồn: NOAA, HSC

Biểu đồ 2: Giá nhập khẩu bình quân của Mỹ đối với 5 loại cá nhập khẩu nhiều nhất (USD/kg)

Cá tra vẫn có mức giá hợp lý nhất trong nhóm các sản phẩm cá Mỹ nhập khẩu nhiều nhất



Nguồn: NOAA, HSC

... cũng có cơ hội trong dài hạn - chủ yếu giành thị phần từ Trung Quốc

Mức thuế 'đối ứng' áp lên sản phẩm thủy sản nhập từ Trung Quốc hiện ở mức 145% (bên cạnh mức 25% hiện tại) có hiệu lực từ ngày 2/4/2025. Điều này làm cho các sản phẩm thủy sản của Trung Quốc không có khả năng cạnh tranh tại thị trường Mỹ, tạo cơ hội cho các nhà xuất khẩu khác – đặc biệt là Việt Nam – giành thêm thị phần.

Theo đó dữ liệu của Cơ quan quản lý Đại dương và Khí quyển Quốc gia Hoa Kỳ (NOAA), nước này nhập khẩu khoảng 1.600 - 1.700 triệu USD sản phẩm thủy sản từ Trung Quốc mỗi năm. Trong số này, cá tăng đóng góp 400-500 triệu USD, cá rô phi đóng góp 390-400 triệu USD, cá tuyết đóng góp 300 triệu USD và cá minh thái đóng góp khoảng 50 triệu USD.

Mặc dù mức thuế cuối cùng dành cho Trung Quốc (và các nhà cung cấp khác) có thể thay đổi, các nhà nhập khẩu Mỹ sẽ cần phải đa dạng hóa nguồn cung và tìm các nhà xuất khẩu ngoài Trung Quốc để bổ sung nguồn cung bị thiếu hụt và hạn chế cú sốc liên quan đến nguồn cung ứng có thể xảy ra trong tương lai. Việc thay đổi nguồn cung tạo ra cơ hội trong dài hạn cho các nhà xuất khẩu Việt Nam – đặc biệt là VHC – để mở rộng thị phần và đa dạng hóa danh mục sản phẩm.

VHC có hơn ba năm kinh nghiệm chế biến cá hồi và cũng đã thử nghiệm nuôi và chế biến cá rô phi để xuất khẩu, mặc dù HĐKD mảng này hiện vẫn còn quy mô nhỏ. Chúng tôi tin rằng một khi nhu cầu tăng, VHC sẽ có thể nhanh chóng nâng cao công suất, mở rộng sản xuất và hoàn thiện chuỗi giá trị cho những sản phẩm này.

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 16,8% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 nhằm phản ánh rủi ro khi Mỹ tăng thuế nhập khẩu, điều kiện thị trường xấu đi tại các thị trường ngoài Mỹ do triển vọng kinh tế toàn cầu, cũng như mức độ cạnh tranh ngày càng gia tăng do sản phẩm thủy sản của Trung Quốc chuyển hướng ra khỏi thị trường Mỹ.

Dự báo sau điều chỉnh cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 9,9% trong năm 2025 (đạt 1.356 tỷ đồng), sau đó tiếp tục tăng trưởng lần lượt 7,4% trong năm 2026 (đạt 1.457 tỷ đồng) và 14,1% trong năm 2027 (đạt 1.662 tỷ đồng). Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 10,4%.

Các giả định chính như sau:

- Năm 2025: Mặc dù VHC có thể chuyển rủi ro thuế quan sang các nhà nhập khẩu, giá bán lẻ tăng cao có thể ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ. Ngoài ra, việc Trung Quốc bất ngờ chuyển hướng sản phẩm thủy sản sang các thị trường ngoài Mỹ có thể sẽ tạo áp lực lên doanh thu của VHC ở các thị trường này. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu sang Mỹ của VHC sẽ giảm 10% so với năm 2024, trong khi doanh thu xuất khẩu sang các thị trường khác dự kiến tăng 5,1% so với cùng kỳ.
- Năm 2026: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sang Mỹ của VHC sẽ phục hồi nhẹ 5% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu xuất khẩu sang các thị trường ngoài Mỹ tăng 7,1% phản ánh tác động từ triển vọng kinh tế toàn cầu kém tích cực.
- Năm 2027: Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu sang Mỹ tăng 10% so với cùng kỳ và doanh thu xuất khẩu sang các thị trường khác tăng 10,7% so với cùng kỳ khi hoạt động thương mại thủy sản toàn cầu bình thường trở lại sau hai năm biến động.

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027, VHC

HSC giảm bình quân 13,3% dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2025-2027 nhằm phản ánh rủi ro từ việc tăng thuế nhập khẩu của Mỹ, điều kiện tại các thị trường ngoài Mỹ suy yếu, và áp lực cạnh tranh từ các mặt hàng thủy sản Trung Quốc gia tăng

Tỷ đồng	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu thuần	14,375	12,579	0.4%	-12.5%	15,464	13,401	6.5%	-13.3%	17,256	14,810	10.5%	-14.2%
Lợi nhuận thuần	1,603	1,356	9.9%	-15.4%	1,811	1,457	7.4%	-19.6%	1,967	1,662	14.1%	-15.5%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Giả định theo sản phẩm, VHC

HSC giảm bình quân lần lượt 19,2%, 18,6% và 7,9% dự báo doanh thu cá tra phi lê, phụ phẩm & các sản phẩm khác. Đồng thời, chúng tôi nâng bình quân 14,3% dự báo doanh thu mảng collagen và gelatin nhằm phản ánh công suất mới tăng thêm từ tháng 4/2024

Tỷ đồng	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Phi lê cá tra	8,133	6,614	-4.8%	-18.7%	8,796	6,812	3.0%	-22.6%	8,884	7,441	9.2%	-16.2%
Phụ phẩm	2,024	1,674	-8.5%	-17.3%	2,191	1,726	3.1%	-21.2%	2,207	1,826	5.8%	-17.3%
Collagen & gelatin	853	975	26.2%	14.3%	896	1,024	5.0%	14.3%	950	1,086	6.1%	14.3%
Sản phẩm khác	3,365	3,316	11.2%	-1.5%	4,159	3,838	15.7%	-7.7%	5,214	4,457	16.1%	-14.5%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Giả định theo thị trường, VHC

HSC giả định doanh thu sang thị trường Mỹ sẽ giảm 10% trong năm nay, phục hồi 5% trong năm 2026 và tiếp tục tăng trưởng 10% trong năm 2027 do chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ giành thêm thị phần từ các sản phẩm thủy sản của Trung Quốc trong dài hạn

Triệu USD	Thị trường Mỹ	Tăng trưởng	Các thị trường khác	Tăng trưởng
2025F	3,545	-10.0%	9,035	5.1%
2026F	3,722	5.0%	9,679	7.1%
2027F	4,094	10.0%	10,715	10.7%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Điều chỉnh giả định tỷ suất lợi nhuận và tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu, VHC

HSC điều chỉnh giảm 16,9%/17%/17,4% dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2025-27 sau khi giảm dự báo doanh thu; chúng tôi cũng giảm nhẹ giả định tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu từ 5,4% xuống 5,3% do được loại trừ thuế chống bán phá giá

	2025F			2026F			2027F		
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.3%	16.9%	-0.4 điểm %	17.5%	17.0%	-0.5 điểm %	17.7%	17.4%	-0.3 điểm %
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	5.4%	5.3%	-0.1 điểm %	5.4%	5.3%	-0.1 điểm %	5.4%	5.3%	-0.1 điểm %
Tỷ suất LNTT	13.5%	13.1%	-0.4 điểm %	13.7%	13.2%	-0.5 điểm %	13.8%	13.6%	-0.2 điểm %
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.2%	10.8%	-0.4 điểm %	11.3%	10.9%	-0.4 điểm %	11.4%	11.2%	-0.2 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 7: Độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2025 đối với doanh thu sang thị trường Mỹ, VHC

Nếu doanh thu sang thị trường Mỹ giảm 30%, lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ giảm 7,6%

Tăng trưởng doanh thu sang Mỹ	Lợi nhuận thuần 2025	Tăng trưởng	EPS	P/E
-30%	1,141	-7.6%	5,082	10.1
-10%	1,356	9.9%	6,043	8.5
0%	1,493	21.0%	6,651	7.7

Nguồn: HSC

Bảng 8: Độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 đối với doanh thu sang thị trường Mỹ, VHC

Nếu doanh thu sang thị trường Mỹ tăng trưởng 10%, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng trưởng 9,6%

Tăng trưởng doanh thu sang Mỹ	Lợi nhuận thuần 2026	Tăng trưởng	EPS	P/E
10%	1,487	9.6%	6,624	7.8
5%	1,457	7.4%	6,491	7.9
0%	1,448	6.8%	6,451	8.0

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng điều chỉnh giảm 29,5% giá mục tiêu xuống 65.000đ (tiềm năng tăng giá 25,5%) do giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới.

Cụ thể, chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%, nhưng tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% từ 7,5% trước đó (phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ mới của chúng tôi) và hệ số beta 1,4 lần từ 1,2 lần trước đó, theo dữ liệu cập nhật của Bloomberg. Giả định WACC mới được điều chỉnh tăng đáng kể lên 13,5% từ 12,2% trước đó. Chúng tôi cũng lùi thời điểm định giá 6 tháng đến giữa năm 2026.

Bảng 9: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VHC

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,461	1,570	1,786	1,826	1,992	2,222
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,257	1,351	1,536	1,569	1,713	1,914
Cộng: Khấu hao	484	541	528	550	624	675
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(662)	(848)	(949)	(828)	(815)	(880)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	705	(125)	(529)	(341)	(679)	(211)
UFCF	1,784	920	587	951	842	1,497

Nguồn: HSC

Bảng 10: Giả định và tính toán định giá, VHC

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Cuối 2025	Cuối 2026
Lãi suất phi rủi ro	4.00%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%	2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	3,837	3,405
Beta (lần)	1.4	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	8,081	9,550
Chi phí vốn CSH	15.80%	Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	11,918	12,955
Lãi suất bình quân	5.00%	Cộng: Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	3,971	4,773
Thuế thu nhập doanh nghiệp	12.40%	Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	2,181	1,777
Chi phí nợ sau thuế	4.40%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	13,708	15,456
Tỷ trọng nợ	20.00%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	224	224
WACC	13.50%	Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cp	61,100	68,900
		Giá trị vốn CSH (giữa năm 2026)	Đồng		65,000

Nguồn: HSC

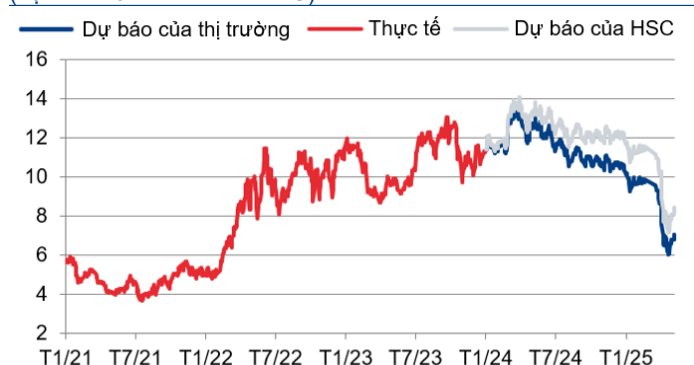
Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro (đồng), VHC

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	66,000	67,000	68,000	69,000	70,000
	3.5%	65,000	66,000	67,000	68,000	69,000
	4.0%	64,000	65,000	65,000	66,000	67,000
	4.5%	63,000	63,000	64,000	65,000	66,000
	5.0%	62,000	62,000	63,000	64,000	64,000

Nguồn: HSC

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHC

VHC hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần (dựa trên ước tính của HSC) ...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VHC

...thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 9,4 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau các đợt bán tháo trong thời gian gần đây, VHC giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,4 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	10,033	12,535	12,579	13,401	14,810
Lợi nhuận gộp	1,493	1,891	2,128	2,280	2,571
Chi phí BH&QL	(524)	(639)	(667)	(710)	(785)
Thu nhập khác	50.0	66.9	0	0	0
Chi phí khác	(23.2)	(31.8)	0	0	0
EBIT	996	1,288	1,461	1,570	1,786
Lãi vay thuần	148	207	184	197	230
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.80	2.24	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,145	1,496	1,645	1,767	2,016
Chi phí thuế TNDN	(171)	(186)	(204)	(219)	(250)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(54.6)	(77.1)	(84.7)	(91.0)	(104)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	919	1,234	1,356	1,457	1,662
Lợi nhuận thuần ĐC	919	1,234	1,356	1,457	1,662
EBITDA ĐC	1,398	1,744	1,945	2,111	2,314
EPS (đồng)	5,000	6,596	6,043	6,491	7,405
EPS ĐC (đồng)	5,000	5,496	6,043	6,491	7,405
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	184	187	224	224	224
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	187	224	224	224	224
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	187	224	224	224	224

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	233	570	1,440	1,501	486
Đầu tư ngắn hạn	2,069	2,340	2,887	3,753	4,879
Phải thu khách hàng	1,578	2,207	2,189	2,230	2,518
Hàng tồn kho	3,763	2,911	2,450	2,522	2,862
Các tài sản ngắn hạn khác	245	213	228	266	271
Tổng tài sản ngắn hạn	7,888	8,241	9,194	10,271	11,016
TSCĐ hữu hình	3,081	3,059	3,301	3,672	4,158
TSCĐ vô hình	463	471	443	414	384
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	55.9	55.9	50.0	50.0	50.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	11.3	13.5	11.3	11.3	11.3
Tài sản dài hạn khác	444	408	394	376	354
Tổng tài sản dài hạn	4,054	4,008	4,199	4,523	4,957
Tổng cộng tài sản	11,943	12,249	13,393	14,794	15,973
Nợ ngắn hạn	2,157	2,277	1,777	1,777	1,277
Phải trả người bán	309	272	367	359	379
Nợ ngắn hạn khác	617	544	670	699	732
Tổng nợ ngắn hạn	3,233	3,193	3,005	3,005	2,565
Nợ dài hạn	102	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	8.06	5.72	5.72	5.72	5.72
Nợ dài hạn khác	0.30	29.3	28.8	28.8	28.8
Tổng nợ dài hạn	110	35.0	34.5	34.5	34.5
Tổng nợ phải trả	3,351	3,247	3,059	3,059	2,618
Vốn chủ sở hữu	8,348	8,683	9,931	11,241	12,756
Lợi ích cổ đông thiểu số	244	319	404	495	598
Tổng vốn chủ sở hữu	8,591	9,002	10,334	11,735	13,355
Tổng nợ phải trả và VCSH	11,943	12,249	13,393	14,794	15,973
BVPS (đ)	44,629	38,685	44,244	50,081	56,833
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,026	1,707	337	276	791

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	996	1,288	1,461	1,570	1,786
Khấu hao	(402)	(456)	(484)	(541)	(528)
Lãi vay thuần	148	207	184	197	230
Thuế TNDN đã nộp	(315)	(259)	(204)	(219)	(250)
Thay đổi vốn lưu động	(470)	742	705	(125)	(603)
Khác	(67.0)	(114)	(95.5)	17.4	(7.38)
LCT thuần từ HKKD	546	2,113	2,350	1,785	1,454
Đầu tư TS dài hạn	(677)	(705)	(662)	(848)	(949)
Góp vốn & đầu tư	(3,552)	(4,171)	0	0	0
Thanh lý	4.49	10.8	0	0	0
Khác	3,431	4,003	393	402	436
LCT thuần từ HĐĐT	(793)	(863)	(269)	(446)	(512)
Cổ tức trả cho CSH	0	(899)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	56.7	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(129)	(12.5)	(1,211)	(1,278)	(1,957)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(72.5)	(912)	(1,211)	(1,278)	(1,957)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	554	233	570	1,440	1,501
LCT thuần trong kỳ	(320)	338	870	60.8	(1,015)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.58)	(0.71)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	232	570	1,440	1,501	486
Dòng tiền tự do	(131)	1,408	1,688	937	506

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.9	15.1	16.9	17.0	17.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.9	13.9	15.5	15.8	15.6
Tỷ suất LNT (%)	9.16	9.84	10.8	10.9	11.2
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.0	12.4	12.4	12.4	12.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	(24.2)	24.9	0.35	6.53	10.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(45.9)	24.7	11.5	8.56	9.62
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(53.5)	34.2	9.94	7.41	14.1
Tăng trưởng EPS (%)	(53.6)	31.9	(8.38)	7.41	14.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(53.6)	9.93	9.94	7.41	14.1
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.0	30.3	33.1	30.8	27.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.6	14.5	14.6	13.8	13.9
ROACE (%)	12.0	14.5	15.0	14.2	14.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.85	1.04	0.98	0.95	0.96
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.55	1.64	1.61	1.14	0.81
Số ngày tồn kho	161	99.8	85.6	82.8	85.4
Số ngày phải thu	67.4	75.7	76.4	73.2	75.1
Số ngày phải trả	13.2	9.31	12.8	11.8	11.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	24.5	20.1	3.66	2.72	6.48
Nợ/tài sản (%)	19.1	18.9	13.5	12.2	8.22
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	1.33	0.93	0.86	0.57
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.44	2.58	3.06	3.42	4.29
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.17	1.06	0.95	0.89	0.84
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.38	7.65	6.15	5.64	5.37
P/E (lần)	10.4	7.85	8.57	7.98	7.00
P/E ĐC (lần)	10.4	9.42	8.57	7.98	7.00
P/B (lần)	1.16	1.34	1.17	1.03	0.91
Lợi suất cổ tức (%)	3.86	3.86	3.86	3.86	3.86

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) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
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