

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn

Kì vọng câu chuyện phục hồi

15/03/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

LNST quý 4-2025 giảm 47% YoY do nhu cầu yếu và đơn hàng đã chạy trước thuế quan

Trong quý 4, VHC ghi nhận doanh thu thuần và LNST lần lượt là 2,715 tỷ VNĐ (-15% YoY) và 222 tỷ VNĐ (-47% YoY). Lũy kế cả năm, doanh thu và LNST của doanh nghiệp đạt 12,026 tỷ VNĐ (-4% YoY) và 1,363 tỷ VNĐ (+11% YoY), hoàn thành kết hoạch kinh doanh ở kịch bản cao.

Doanh thu phi lệ giảm 8% YoY trong cả năm 2025

Doanh thu phi lệ tiếp tục sụt giảm -21% YoY trong quý 4-2025 do làn sóng front-loading đã diễn ra tích cực trong các quý trước và tác động của chi phí thuế quan cao. Các sản phẩm ngoài phi lệ ghi nhận sự phục hồi tích cực hơn trong quý 4, với doanh thu lũy kế cả năm tăng 2.4% YoY. Lũy kế cả năm 2025, tăng trưởng sản lượng xuất khẩu sang Mỹ/EU/TQ/Khác lần lượt đạt -12%/-47%/+7%/+2% YoY.

Nhu cầu dự kiến phục hồi nhẹ nhờ cục diện thuế quan rõ ràng hơn và gia tăng sản lượng cá tự chủ giúp đẩy mạnh xuất khẩu

Trong 2025, thuế quan bất ngờ được áp dụng gây gián đoạn chu trình nuôi của doanh nghiệp, gây thiếu hụt nguồn cá nguyên liệu trong giai đoạn front-loading trọng điểm. Chúng tôi kì vọng nguồn cá tự chủ sẽ được gia tăng và sử dụng hiệu quả hơn trong 2026, giúp gia tăng sản lượng và cải thiện chi phí.

Mức thuế sơ bộ tại Mỹ giúp phục hồi lợi thế cạnh tranh

Bộ thương mại Mỹ (DOC) đã công bố mức thuế CBPG sơ bộ từ 2.5%-10% đối với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra từ Việt Nam. Với việc đã ra khỏi danh sách điều tra và được hưởng mức thuế 0%, VHC có tiềm năng khôi phục lại thị phần, sau khi đã sụt giảm từ 45% xuống 42% trong 2025.

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 63,200 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi xác định giá mục tiêu hợp lý cho năm 2026 là 63,200 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá là 4%. KBSV khuyến nghị TRUNG LẬP cho VHC ở thời điểm hiện tại.

TRUNG LẬP Thay đổi

Giá mục tiêu	VND63,200
Tăng/giảm (%)	+4%
Giá hiện tại (15/03/2025)	VND 60,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 59,850
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	13.6/0.49

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	192.9/7.7
Sở hữu nước ngoài (%)	28.5%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (42.3%)

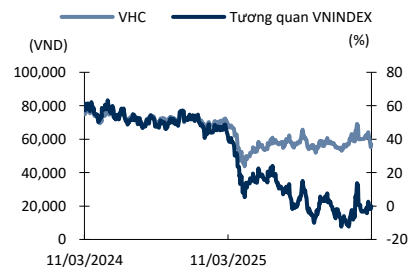
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-8.2	-0.9	-5.0	-20.6
Tương đối	-2.4	3.0	-5.6	-44.8

Dự phóng KQKD & định giá

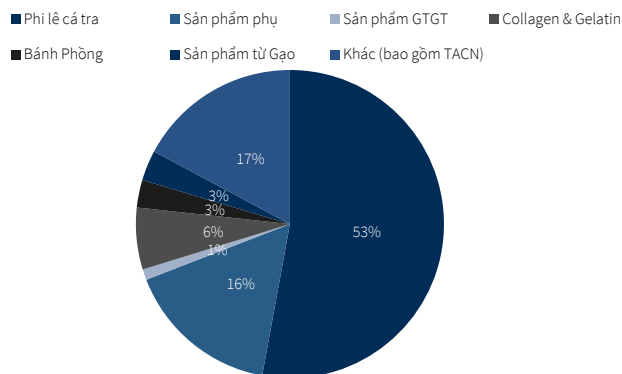
FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	12,513	12,026	12,730	13,268
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,450	1,673	1,687	1,729
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,226	1,363	1,433	1,469
EPS (VNĐ)	5,463	6,073	6,383	6,541
Tăng trưởng EPS (%)	11	11	5	2
P/E (x)	11.1	10.0	9.5	9.3
P/B (x)	1.6	1.4	1.3	1.2
ROE (%)	14	15	14	13
Tỷ suất cổ tức (%)	6.6	0	3.3	3.3

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2025



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp dẫn đầu ngành về xuất khẩu cá tra với chuỗi giá trị quy trình khép kín từ sản xuất thức ăn chăn nuôi, trang trại cá và chế biến xuất khẩu. Bên cạnh phi lê cá tra (chiếm hơn 60% doanh thu), Vĩnh Hoàn còn tận dụng phụ phẩm trong chế biến cá để sản xuất các sản phẩm phụ (bột và dầu cá), Collagen & Gelatin. Ngoài ra, công ty còn mở rộng sang xuất khẩu màng bánh phồng tôm, sản phẩm từ gạo và nông sản nhờ kinh nghiệm kinh doanh quốc tế sẵn có

Điểm nhấn đầu tư

Nhu cầu dự kiến phục hồi nhẹ 5% tại thị trường Mỹ nhờ cục diện thuế quan rõ ràng hơn và gia tăng sản lượng cá tự chủ giúp đẩy mạnh xuất khẩu

Chi phí nguyên liệu, bao gồm nuôi cá và mua ngoài có xu hướng tăng nhẹ, đặt áp lực lên biên lợi nhuận do nhu cầu yếu khiến doanh nghiệp khó chuyển giá cho người tiêu dùng

Lợi thế thuế với các doanh nghiệp cá tra khác có thể được phục hồi, đem lại triển vọng khả quan hơn

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

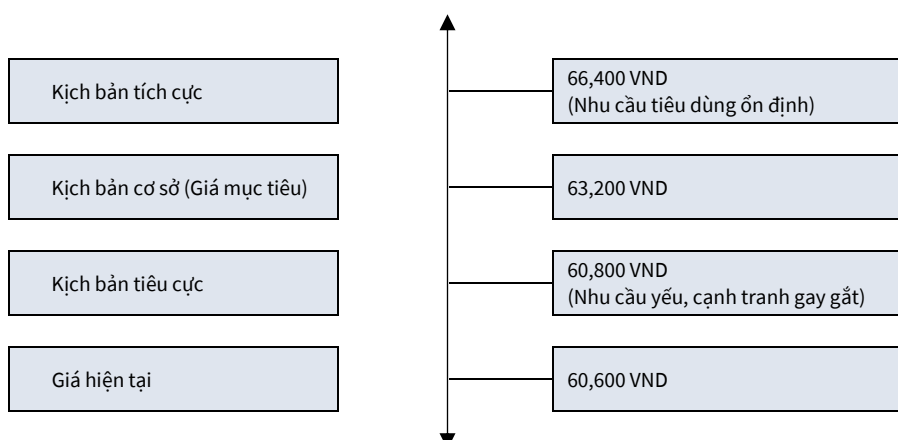
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Doanh thu	12,730	13,268	-4%	NA	13,708	NA	-7%	NA
EBIT	1,433	1,472	-9%	NA	1,704	NA	-16%	NA
LNST công ty mẹ	1,433	1,469	-2%	NA	1,606	NA	-11%	NA

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở (2026)

- Sản lượng chung 2026 tăng 4% YoY
- Giá bán đạt 2.88 USD/kg, +1% YoY
- Biên EBIT 2026 đạt 11.3%

Kịch bản tích cực (2026)

- Sản lượng chung 2026 tăng 6% YoY
- Giá bán đạt 2.9 USD/kg, +2% YoY
- Biên EBIT 2026 đạt 12.4%

Kịch bản tiêu cực (2026)

- Sản lượng chung 2026 đạt -1% YoY
- Giá bán đạt 2.84 USD/kg, +0% YoY
- Biên EBIT 2026 đạt 10.1%

Hoạt động kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	4Q2024	4Q2025	+/-%YoY	2024	2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	3,183	2,715	-15%	12,513	12,026	-4%	
Cá fillet	1,850	1,464	-21%	6,949	6,363	-8%	Nhu cầu trong quý 4 hạ nhiệt sau khi các nhà nhập khẩu đã phần nào đẩy mạnh nhập khẩu trong quý 2-3 do tác động của thuế đối ứng.
Phụ phẩm	505	480	-5%	1,850	1,953	6%	
Hàng GTGT	29	41	41%	145	135	-7%	Các mảng kinh doanh phụ (ngoài cá tra) phục hồi tích cực. Chúng tôi cho rằng đây là làn sóng nhập khẩu trở lại sau khi sụt giảm mạnh trong giai đoạn các quý trước
Collagen & Gelatin	142	173	22%	773	780	1%	
Bánh phồng và sản phẩm từ gạo	185	206	11%	701	732	4%	
Khác	492	571	16%	2,069	2,069	0%	
Lợi nhuận gộp	582	429	-26%	1,895	1,983	5%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>18%</i>	<i>16%</i>	<i>-247bps</i>	<i>15%</i>	<i>16%</i>	<i>135bps</i>	Biên lợi nhuận thuần đạt 19% trong 4Q25 nếu loại trừ khoản dự phòng 98 tỷ. Biên gộp cải thiện nhờ sự phục hồi của mảng C&G, hàng GTGT và Sa Giang.
Thu nhập tài chính	143	116	-19%	423	364	-14%	
Chi phí tài chính	45	22	-51%	217	107	-50%	
SG&A	218	154	-29%	654	568	-13%	Chi phí vận hành được tối ưu và cắt giảm
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>-115bps</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>-51bps</i>	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	463	293	-37%	1,450	1,673	15%	
Lợi nhuận trước thuế	469	286	-39%	1,485	1,686	14%	
Lợi nhuận sau thuế	432	245	-43%	1,303	1,451	11%	
LNST công ty mẹ	418	222	-47%	1,226	1,363	11%	Lợi nhuận cả năm tăng trưởng ổn định, chủ yếu nhờ giá TACN thấp hơn đáng kể so với cùng kì giai đoạn 2024
<i>Biên LNST công ty mẹ</i>	<i>13.1%</i>	<i>8.2%</i>	<i>-494bps</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>153bps</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 2. Ước tính sản lượng bán hàng cá tra tại các thị trường

Tấn	4Q2024	4Q2025	+/-%YoY	2024	2025	+/-%YoY	Chú thích
Mỹ	13,910	8,995	-35%	52,112	45,636	-12%	Các đơn nhập hàng trước trong giai đoạn đầu năm khiến sản lượng quý 4 giảm mạnh YoY
Trung Quốc	4,274	1,860	-56%	15,073	8,012	-47%	VHC không còn tập trung tại thị trường TQ do cạnh tranh gay gắt với doanh nghiệp nội địa có tiêu chuẩn thấp và nguồn cá từ Nga
Châu Âu (bao gồm UK)	4,160	4,026	-3%	14,743	15,770	7%	Duy trì tăng trưởng tích cực nhờ thay thế các mặt hàng cá hoang đã bị giảm hạn mức đánh bắt
Khác	4,648	5,143	11%	17,930	18,300	2%	
Tổng cộng	26,991	20,024	-26%	99,859	87,718	-12%	

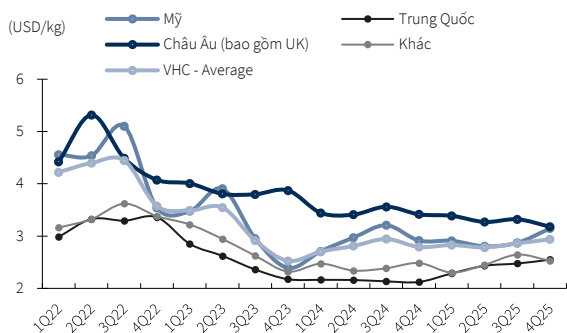
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Bảng 3. Giá bán trung bình ước tính

USD/kg	4Q2024	4Q2025	+/-%YoY	2024	2025	+/-%YoY	Chú thích
Mỹ	2.9	3.1	8%	3.0	2.9	-2%	Giá cá có dấu hiệu phục hồi nhẹ trong quý 4
Trung Quốc	2.1	2.5	20%	2.1	2.4	13%	
Châu Âu (bao gồm UK)	3.4	3.2	-7%	3.5	3.3	-5%	
Khác	2.5	2.5	2%	2.4	2.5	3%	
Tổng cộng	2.8	2.9	5%	2.8	2.8	1%	

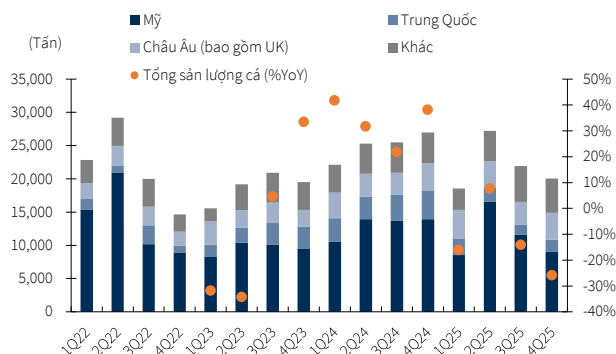
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 4. Giá bán trung bình các thị trường của VHC



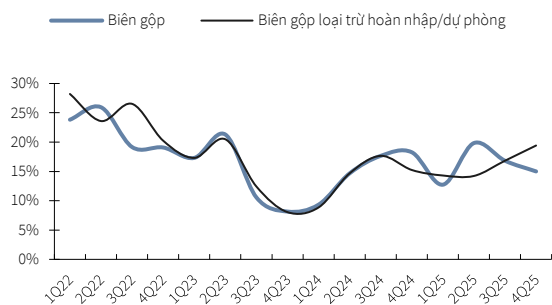
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 5. Sản lượng bán hàng của VHC trong kì



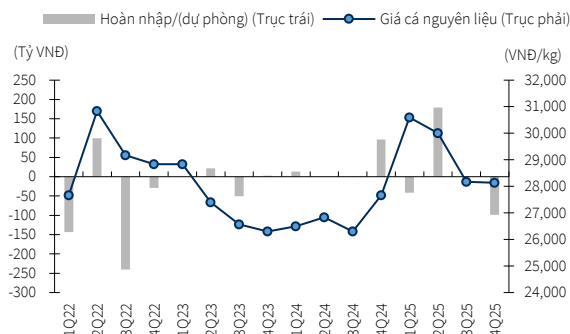
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 6. Biên lợi nhuận gộp của VHC



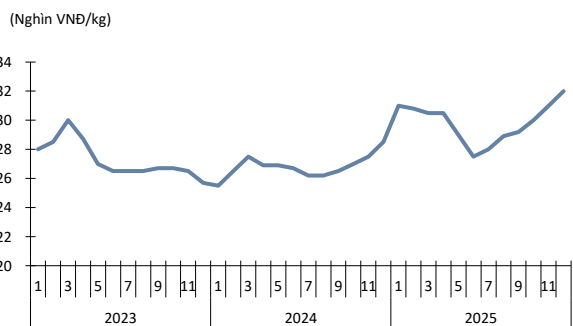
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 7. Tương quan giá cá mua ngoài và khoản hoàn nhập/ (dự phòng) hàng quý của doanh nghiệp



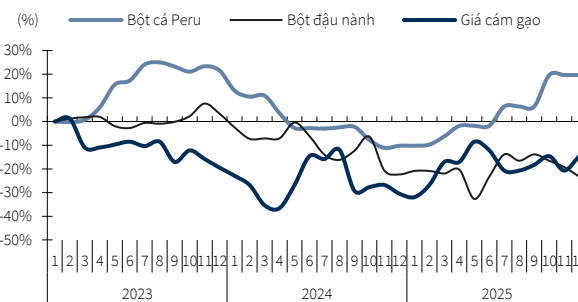
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 8. Giá cá nguyên liệu mua ngoài (kích cỡ 800g- 1kg) đang tăng do nguồn cung khan hiếm



Nguồn: Wichart, KBSV thu thập

Biểu đồ 9. Giá đầu vào thức ăn chăn nuôi vẫn duy trì ở mức ổn định, dù giá bột cá đang tăng nhanh do nguồn cung yếu



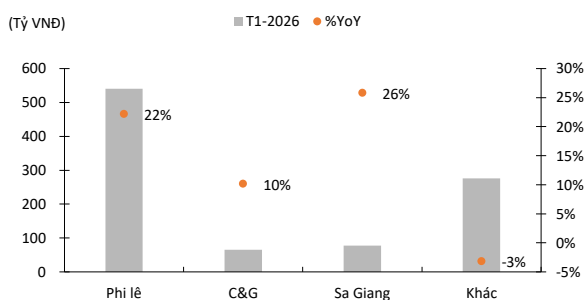
Nguồn: Wichart, Bloomberg

Nhu cầu dự kiến phục hồi nhẹ nhờ cục diện thuế quan rõ ràng hơn và gia tăng sản lượng cá tự chủ giúp đẩy mạnh xuất khẩu

Trong 2025, nguồn cung cá nguyên liệu tự chủ của doanh nghiệp bị hạn chế phần do tác động của thuế quan tại thị trường Mỹ trong tháng 4 và liên tục thay đổi, khiến kế hoạch sản xuất và bán hàng bị tác động tiêu cực. Với quy trình nuôi từ 6-9 tháng, cá trang trại trong thời điểm xuất khẩu thích hợp lại đang ở kích cỡ nhỏ, khiến doanh nghiệp phải thu mua nhiều hơn từ các trang trại ngoài và gặp khó khăn hơn trong việc đáp ứng các đơn hàng xuất khẩu chạy trước (front-loading). Ngoài ra, thuế quan cũng phần nào khiến nhu cầu nhập hàng của nhà nhập khẩu chững lại do chi phí tăng cao từ 10%-20%. Với cục diện thuế quan phần ổn định và có thể dự báo tốt hơn trong 2026, chúng tôi kì vọng sản lượng cá tự chủ sẽ phục hồi tích cực, góp phần tiết giảm chi phí mua ngoài và đem lại khả năng phục hồi về sản lượng.

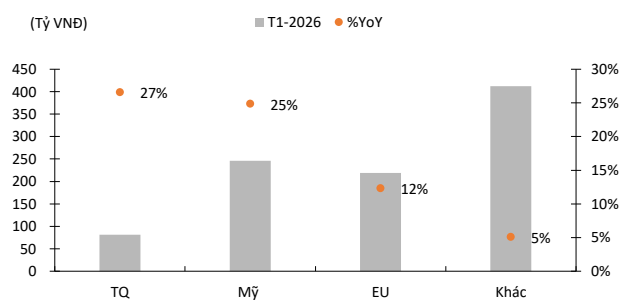
Về mặt nhu cầu, chúng tôi cho rằng không có sự thay đổi quá nhiều về nhu cầu tiêu thụ cuối cùng. Ngược lại, sản lượng nhập và tích trữ của các nhà phân phối có thể được cải thiện tích cực nếu tình trạng tồn kho lạnh được cải thiện. Trong tháng 1-2026, VHC đã ghi nhận doanh thu phi lê tăng 22% YoY, cho thấy nhu cầu phần nào đã phục hồi nhẹ.

Biểu đồ 10. Doanh số tháng 1-2026 và tăng trưởng theo sản phẩm



Nguồn: Wichart, KBSV thu thập

Biểu đồ 11. Doanh số tháng 1-2026 và tăng trưởng theo thị trường



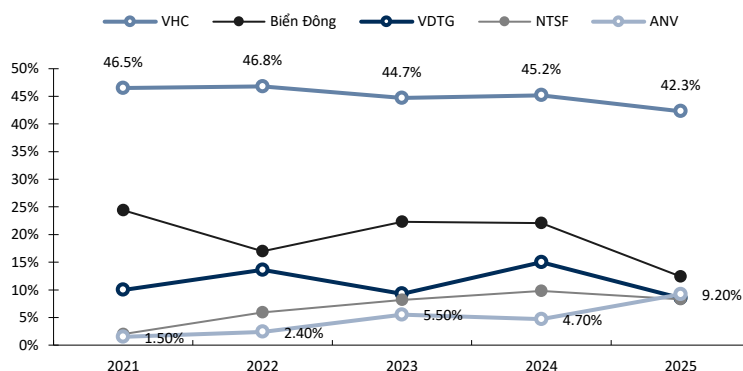
Nguồn: Wichart, Bloomberg

Lợi thế về thuế có thể được khôi phục

Bộ Thương mại Mỹ (DOC) đã công bố kết quả sơ bộ của đợt rà soát hành chính lần thứ 21 (POR21) đối với thuế chống bán phá giá (AD) áp dụng cho sản phẩm phi lê cá tra đông lạnh nhập khẩu từ Việt Nam, giai đoạn 01/08/2023-31/07/2024. Trong đó, VHC gần như chắc chắn sẽ được duy trì mức thuế 0.00 USD/kg và nằm ngoài phạm vi áp thuế chống bán phá giá. Điểm đáng chú ý là các đối thủ cạnh tranh đang đối mặt với mức thuế cao hơn, lần lượt là 0.29 USD/kg đối với Biển Đông; 0.07 USD/kg đối với NTSF; và 0.23 USD/kg áp dụng cho CASEAMEX và ANV, và 2.39 USD/kg cho các doanh nghiệp Việt Nam còn lại, tương đương rào cản thuế là 2.5%-10% (dựa theo giá bán 2.8 USD/kg tại Mỹ). Đây đều là các doanh nghiệp đã được hưởng mức thuế 0% trong kết quả cuối cùng của kì rà soát gần nhất. Tuy vậy, đây hiện chỉ là mức thuế sơ bộ và quyết định cuối cùng sẽ được công bố sau khoảng 120 ngày, ước tính rơi vào tháng 6/2026. Mặc dù mức thuế chưa có hiệu lực, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp khác sẽ hạn chế với các đơn hàng sang thị trường Mỹ từ thời điểm hiện tại do rủi ro phải nộp thêm mức thuế mới là khá cao, khiến biên lợi nhuận suy giảm nghiêm trọng. Chúng tôi kì vọng thị phần của VHC tại thị trường Mỹ sẽ được cải thiện đáng kể nếu mức thuế sơ bộ được thông qua.

Mức thuế 0% phần nào giúp ANV chiếm thêm thị phần nhập khẩu tại thị trường Mỹ trong năm 2025. Ở chiều ngược lại, thị phần của VHC đã suy giảm xuống mức thấp nhất 5 năm qua, quanh mức 42%. Chúng tôi kì vọng thị phần xuất khẩu của doanh nghiệp sẽ phục hồi về mức 45% khi triển vọng thuế quan rõ ràng hơn và sản lượng tự nuôi phục hồi

Biểu đồ 12. Thị phần xuất khẩu cá tra tại thị trường Mỹ trong giai đoạn 2021-2025



Nguồn: KBSV tổng hợp

Kế hoạch mua lại cổ phiếu quỹ

Vĩnh Hoàn (VHC) vừa có động thái đáng chú ý khi công bố kế hoạch mua lại 15 triệu cổ phiếu (6.7% khối lượng giao dịch) trên thị trường với mức giá tối đa dự kiến là 63.000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức chi tối đa là 945 tỷ VNĐ. Theo đó, điều này có thể hàm ý rằng giá trị giao dịch trên thị trường hiện thấp hơn mức định giá kì vọng của ban lãnh đạo, cũng như nhu cầu vốn nhằm kinh doanh và đầu tư mở rộng của doanh nghiệp dường như không nhiều so với lượng tiền nhàn dỗi hiện tại. Chúng tôi cho rằng đây có thể là một yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu VHC trong thời gian tới. Hiện chúng tôi chưa đưa ra giả định về việc mua lại cổ phiếu quỹ trong dự phóng về tài chính của doanh nghiệp và sẽ cập nhật khi hoạt động mua lại hoàn thành với thông tin chính xác nhất.

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 13. Dự phóng KQKD 2025-2026

(tỷ VND)	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	12,026	12,730	6%	13,268	4%	
Phi lê cá tra và GTGT	6,498	7,012	8%	7,276	4%	Sản lượng và giá bán dự báo như bảng 12 và 13 dưới đây
C&G	780	790	1%	829	5%	Chúng tôi giảm dự phóng mảng C&G do công suất sản xuất đang gặp giới hạn và giá bán dự kiến duy trì ở mức vừa phải để thu hút khách hàng. Sản lượng dự phóng trong 2026/27 là 3,000/3,200 tấn (+0%/+5% YOY).
Phụ phẩm	1,953	2,097	7%	2,177	4%	
Sa Giang	732	769	5%	845	10%	Dự kiến tăng trưởng chậm lại do nhu cầu yếu hơn
Khác (TACN và hoa quả)	2,069	2,062	0%	2,140	4%	Tăng trưởng dự kiến giảm tốc do nhu cầu yếu hơn trên toàn cầu
Lợi nhuận gộp	1,983	2,037	3%	2,123	4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>16.5%</i>	<i>16.0%</i>	<i>-49bps</i>	<i>16.0%</i>	<i>0bps</i>	Chúng tôi kì vọng biên gộp cải thiện giảm nhẹ do chi phí TACN tăng nhẹ và giá cá mua ngoài đang ở vùng cao, quanh 30-34 nghìn/kg.
Thu nhập tài chính	364	396	9%	407	3%	
Chi phí tài chính	107	143	33%	150	5%	
SG&A	568	604	6%	651	8%	Chúng tôi kì vọng SG&A/ doanh thu ổn định nhờ tối ưu chi phí, cấu trúc vận tải và chi phí pháp lý giảm.
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.7%</i>	<i>2bps</i>	<i>4.9%</i>	<i>16bps</i>	
Lợi nhuận trước thuế	1,686	1,744	3%	1,786	2%	Lợi nhuận tăng nhờ biên lợi nhuận hoạt động tốt hơn.
<i>Biên LNTT</i>	<i>14.0%</i>	<i>13.7%</i>	<i>-32bps</i>	<i>13.5%</i>	<i>-24bps</i>	
Lợi nhuận sau thuế	1,451	1,513	4%	1,550	2%	
LN sau thuế công ty mẹ	1,363	1,433	5%	1,469	2%	
<i>Biên LNST công ty mẹ</i>	<i>11.3%</i>	<i>11.3%</i>	<i>-7bps</i>	<i>11.1%</i>	<i>-19bps</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 14. Dự phóng sản lượng bán hàng của VHC

Tấn	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Mỹ	45,636	47,918	5%	49,355	3%	Kì vọng phục hồi nhẹ trong 2026, nhờ rào cản thuế quan giảm và nhu cầu với các loại cá bình dân ổn định
Trung Quốc	8,012	7,692	-4%	7,692	0%	
Châu Âu (bao gồm UK)	15,770	16,558	5%	17,386	5%	Nhu cầu tiếp tục ổn định tại Châu Âu nhờ là lựa chọn thay thế ổn định cho các loài cá biển
Khác	18,300	19,032	4%	19,794	4%	
Tổng	87,718	91,200	4%	94,227	3%	

Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Bảng 15. Dự phóng giá bán của VHC

USD/kg	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Mỹ	2.9	3.0	2%	3.0	0%	Kì vọng giá bán trung bình tại Mỹ sẽ phục hồi về mức 3 USD/kg, tương đương mức giá từ cuối tháng 11 - 2025
Trung Quốc	2.4	2.4	-2%	2.4	0%	
Châu Âu (bao gồm UK)	3.3	3.2	-2%	3.2	0%	KBSV kì vọng VHC sẽ duy trì giá bán thấp để gia tăng sản lượng
Khác	2.5	2.6	2%	2.6	2%	
Tổng	2.8	2.9	1%	2.9	0%	

Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 63,200 VND

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp là FCFF và PE với mục tiêu là 8 lần để định giá cổ phiếu VHC. Với tỉ trọng 50/50 cho 2 phương pháp, giá mục tiêu hợp lý cho năm 2026 là 63,200 VNĐ/cổ phiếu.

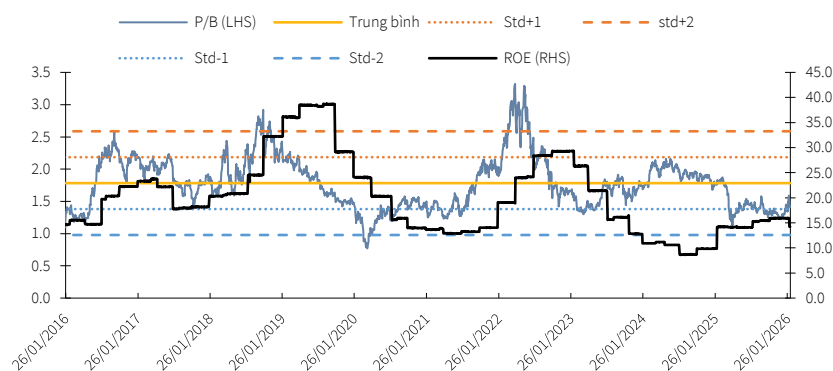
- Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi kì vọng tăng trưởng trong dài hạn của VHC được thúc đẩy bởi (1) tăng trưởng vừa phải về sản lượng của mảng phi lê tại các thị trường hiện hữu cũng như thâm nhập vào các thị trường khác; (2) mở rộng công suất & sản lượng mảng C&G với biên lợi nhuận cao, từ 3,500 tấn/năm lên 7,000 tấn năm trong giai đoạn 2026-2030, tương đương tăng trưởng 20%/năm; và (3) Tăng trưởng ổn định của mảng nông sản. Giá mục tiêu hợp lý của phương pháp này là 75,800 VNĐ/cổ phiếu.
- Đối với phương pháp PE, chúng tôi sử dụng mức mục tiêu là 8 lần so với lợi nhuận trong 2026, phản ánh triển vọng tăng trưởng ngắn hạn thấp và khả năng mở rộng bị hạn chế bởi các yếu tố vĩ mô không thuận lợi. Giá mục tiêu hợp lý của phương pháp này là 50,500 VNĐ/cổ phiếu.

Biểu đồ 16. Tổng hợp giả định và định giá theo phương pháp FCFF

Giả định chính	Giá trị	Chỉ tiêu	Giá trị
Beta	1.2	Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 2025-2029 (Tỷ VNĐ)	5,935
Lãi suất phi rủi ro	5%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	9,190
Phần bù rủi ro	8%	Tổng giá trị hiện tại (Tỷ VNĐ)	15,124
Chi phí vốn chủ	14%	Tiền mặt ròng (Tỷ VNĐ)	2,320
Chi phí lãi vay	3%	Cổ đông không kiểm soát (Tỷ VNĐ)	431
Tăng trưởng dài hạn	2%	Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)	17,013
WACC	13%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	224
		Giá trị VCSH/ cổ phiếu (VNĐ)	75,797

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 17. Định giá PB và tương qua lợi nhuận trên vốn chủ (ROE) của VHC



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

VHC – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2027

Báo cáo Kết quả HKKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2024	2025F	2026F	2027F	(Tỷ VNĐ)	2024	2025F	2026F	2027F
(Báo cáo chuẩn)					(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	12,513	12,026	12,730	13,268	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	12,060	13,267	14,581	15,834
Giá vốn hàng bán	10,618	10,043	10,693	11,145	Tài sản ngắn hạn	8,238	9,332	10,435	11,917
Lãi gộp	1,895	1,983	2,037	2,123	Tiền và tương đương tiền	570	2,008	2,276	2,777
Thu nhập tài chính	423	364	396	407	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,340	2,357	2,832	3,595
Chi phí tài chính	217	107	143	150	Các khoản phải thu	2,413	2,195	2,397	2,491
Trong đó: Chi phí lãi vay	73	54	55	58	Hàng tồn kho, ròng	2,915	2,771	2,930	3,053
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	2	0	0	0	Tài sản dài hạn	3,821	3,936	4,146	3,917
Chi phí bán hàng	297	252	259	275	Phải thu dài hạn	2	3	3	3
Chi phí quản lý doanh nghiệp	358	316	345	376	Tài sản cố định	3,415	3,310	3,272	3,118
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,450	1,673	1,687	1,729	Tài sản dở dang dài hạn	109	102	351	276
Thu nhập khác	66	-37	31	32	Đầu tư dài hạn	69	295	295	295
Chi phí khác	-31	13	-26	-25	Lợi thế thương mại	225	225	225	225
Thu nhập khác, ròng	35	50	57	57	NỢ PHẢI TRẢ	3,241	3,435	3,678	3,824
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	2	0	0	0	Nợ ngắn hạn	3,184	3,382	3,625	3,772
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,485	1,686	1,744	1,786	Phải trả người bán	278	337	327	341
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	182	235	231	236	Người mua trả tiền trước	37	190	190	190
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,303	1,451	1,513	1,550	Vay ngắn hạn	2,277	2,046	2,293	2,390
Lợi ích của cổ đông thiểu số	76	88	79	81	Nợ dài hạn	57	52	52	52
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,226	1,363	1,433	1,469	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	19	25	25	25
					Quỹ đầu tư phát triển	31	25	25	25
Chỉ số hoạt động					Vay dài hạn	0	0	0	0
	2024	2025F	2026F	2027F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,994	9,987	11,022	12,094
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.1%	16.5%	16.0%	16.0%	Vốn góp	2,245	2,245	2,245	2,245
Tỷ suất EBITDA	13.6%	15.8%	15.4%	15.3%	Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
Tỷ suất EBIT	9.9%	11.8%	11.3%	11.1%	Lãi chưa phân phối	6,167	7,048	8,003	8,994
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	11.9%	14.0%	13.7%	13.5%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	11.6%	13.9%	13.2%	13.0%	Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.8%	11.3%	11.3%	11.1%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	318	431	510	591
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ					Chỉ số chính				
(VNĐ)	2024	2025F	2026F	2027F	(x, %, VNĐ)				
Lãi trước thuế	1,485	1,686	1,744	1,786	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	456	483	525	564	P/E	11.1	10.0	9.5	9.3
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-150	-133	-396	-407	P/E pha loãng	11.1	10.0	9.5	9.3
Chi phí lãi vay	73	54	55	58	P/B	1.6	1.4	1.3	1.2
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,865	2,090	1,928	2,001	P/S	1.1	1.1	1.1	1.0
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-535	226	-202	-94	P/Tangible Book	1.7	1.5	1.4	1.2
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	1,026	192	-159	-124	P/Cash Flow	40.2	9.4	50.8	27.1
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	212	-379	-25	30	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	9.3	8.4	8.1	7.8
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	9	19	7	5	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	12.8	11.2	11.1	10.8
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-504	-70	-301	-310	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	2,073	2,078	1,248	1,509	ROE%	14%	15%	14%	13%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-678	-413	-700	-300	ROA%	10%	11%	10%	10%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	2	8	0	0	ROIC%	8%	10%	10%	9%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-4,171	-3,919	-475	-763	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	3,877	3,800	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.6	0.6	0.7
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.9	1.3	1.4	1.7
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.6	2.8	2.9	3.2
Cố tức và tiền lãi nhận được	115	117	396	407	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-855	-408	-779	-656	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.4	0.3	0.3	0.3
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	10,620	9,761	2,293	2,390	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.1	0.0	0.0
Tiền trả các khoản đi vay	-10,602	-9,992	-2,046	-2,293	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Cố tức đã trả	-898	0	-449	-449	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.0	0.1	0.1	0.0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-880	-231	-202	-352	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	338	1,440	268	501	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6	6	6	6
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	233	570	2,008	2,276	Hệ số quay vòng HTK	4	4	4	4
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	570	2,008	2,276	2,777	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	38	30	33	33

Nguồn: VHC, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.