

CTCP Thực Phẩm Sao Ta

Định giá hấp dẫn, triển vọng lạc quan

03/11/2025

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

Doanh thu tăng 23% YoY trong 9M25, nhưng LNST chỉ tăng 6% YoY

Nhu cầu nhập hàng trước thuế quan thúc đẩy tổng sản lượng trong 9M2025 tăng 18% YoY. Bất chấp nhu cầu hạ nhiệt trong quý 3, sản lượng vẫn đi ngang (+0%YoY), giúp doanh thu và LNST công ty mẹ vẫn đạt lần lượt 2,984 tỷ VNĐ (+5%YoY) và 97 tỷ VNĐ (+22%YoY). Lũy kế 9M2025, FMC ghi nhận doanh thu và LNST công ty mẹ đạt lần lượt 6,850 tỷ VNĐ (+23% YoY) và 207 tỷ VNĐ (+6% YoY).

Thuế CBPG được kì vọng quay lại mức thấp 0%, giúp FMC hoàn nhập dự phòng trong 2026

Trong quý 2/2025, Bộ thương mại Mỹ (DOC) công bố mức thuế sơ bộ chống bán phá giá (CBPG) là 35.27% đối với 1 doanh nghiệp chế xuất tôm Việt Nam và áp dụng với cả các doanh nghiệp khác (bao gồm FMC). Tuy nhiên, FMC có thể tiếp tục được chứng minh không bán phá giá, qua đó duy trì mức thuế 0% - mức doanh nghiệp nhận được trong 4 năm qua. Điều này sẽ giúp doanh nghiệp ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng, ước tính khoảng 172 tỷ VNĐ của giai đoạn 2024-2025, trong năm 2026

Thuế đối ứng vẫn đem lại khả năng cạnh tranh ổn định cho doanh nghiệp

So với trước sự kiện thuế đối ứng, chênh lệch thuế hiện tại không thay đổi quá nhiều, giúp FMC duy trì khả năng cạnh tranh tại thị trường Mỹ. Mức thuế bổ sung lên tới 50% đối với Ấn Độ, nhà xuất khẩu tôm lớn nhất tại Mỹ cũng sẽ hỗ trợ thúc đẩy nhu cầu thay thế từ các quốc gia khác.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 46,800 VNĐ/cổ phiếu

Tác động của thuế đối ứng và vụ kiện CBPG đã khiến cổ phiếu FMC giảm 20% trong thời gian qua. Định giá PE và PB của doanh nghiệp hiện lần lượt là 7.7 lần và 1.09 lần, thấp hơn lần lượt 20% và 30% so với trung bình 5 năm. Chúng tôi khuyến nghị MUA với định giá hợp lý là 46,800 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 27%.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND46,800
Tăng/giảm (%)	27%
Giá hiện tại (03/11/2025)	VND36,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 48,850
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	2.2/0.09

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	23.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	3.6/0.1
Sở hữu nước ngoài (%)	31.0%
Cổ đông lớn	Pan Group (37.75%) C.P Việt Nam (24.9%)

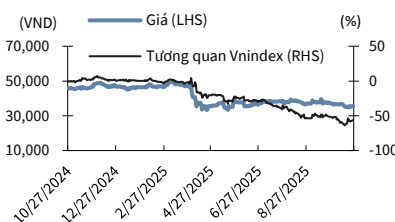
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-4.6	-7.3	-0.3	-22.7
Tương đối	-5.9	-17.2	-37.2	-57.0

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	5,087	6,913	8,292	8,768
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	363	269	387	486
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VNĐ)	276	306	292	351
EPS (VNĐ)	4,222	4,675	4,472	5,372
Tăng trưởng EPS (%)	-10.7	10.7	-4.3	20.1
P/E (x)	8.7	7.8	8.2	6.8
P/B (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
ROE (%)	14	15	13	16
Tỷ suất cổ tức (%)	5.5	5.5	5.5	5.5

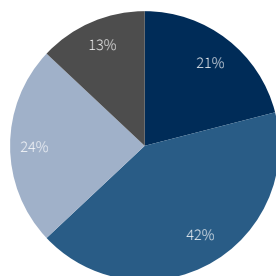
Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2H2025

■ Nhật Bản ■ Mỹ ■ Châu Âu ■ Châu Á và khác



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Thực phẩm Sao Ta (FMC) là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nuôi và chế xuất tôm với gần 30 năm kinh nghiệm. Doanh nghiệp sở hữu 525 ha nuôi tôm đạt chuẩn BAP, ASC với khả năng tự chủ khoảng 40% nhu cầu tôm nguyên liệu, cao hàng đầu so với ngành. Điểm mạnh của FMC là năng lực chế biến sâu, đáp ứng nhu cầu tại các thị trường lớn là Nhật Bản, Mỹ và Châu Âu, đem lại tỉ suất lợi nhuận cao hơn tôm trang trại.

Điểm nhấn đầu tư

FMC kỳ vọng sẽ tiếp tục được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0%, qua đó hoàn nhập dự phòng 172 tỷ đồng và giúp LNST cổ đông công ty mẹ (NPAT-MI) tăng 20% YoY trong 2026

Thuế đối ứng vẫn đem lại triển vọng cạnh tranh tích cực tại thị trường Mỹ trong ngắn và dài hạn

Với định giá hiện tại (P/E 7,7x, P/B 1,09x), cổ phiếu FMC đang giao dịch thấp hơn khoảng 20–30% so với trung bình 5 năm, mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn

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

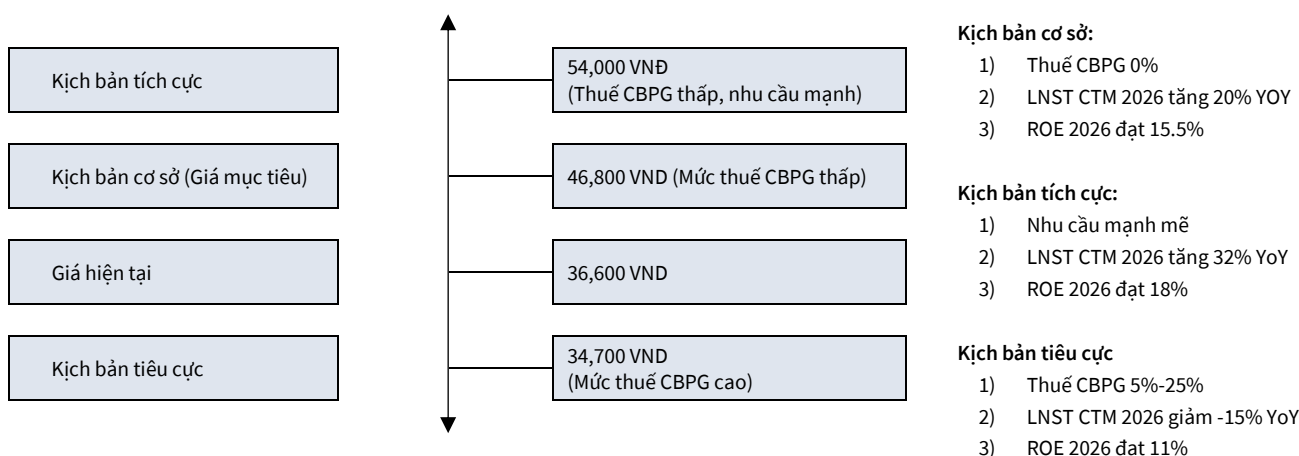
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	8,292	8,768	NA	NA	7,666	7,945	8%	10%
EBIT	269	387	NA	NA	303	414	-11%	-7%
LNST công ty mẹ	292	351	NA	NA	321	375	-9%	-6%

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



Hoạt động kinh doanh

LNST của công ty mẹ tăng 6% YoY

Từ quý 2/2025, thuế quan thúc đẩy nhu cầu nhập trước, khiến sản lượng tôm của FMC có xu hướng tăng mạnh. Do biến động thuế quan khó lường, FMC chủ yếu xuất khẩu sang Mỹ theo hình thức DPP (Delivered Duty Paid) – chịu trách nhiệm làm thủ tục nhập khẩu và chi trả thuế quan. Điều này khiến giá bán trung bình của công ty tăng mạnh do bao gồm mức thuế đối ứng từ 10%-20% trong kì.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	3Q2024	3Q2025	+/-%YoY	9M2024	9M2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,845	2,984	5%	5,549	6,850	23%	
Tôm	2,797	2,944	5%	5,438	6,755	24%	Xem ở bảng 2 về sản lượng bán hàng và giá bán trung bình
Nông sản	44	39	-10%	111	96	-13%	
Lợi nhuận gộp	308	418	36%	545	743	36%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>10.8%</i>	<i>14.0%</i>	<i>321bps</i>	<i>9.8%</i>	<i>10.8%</i>	<i>103bps</i>	Biên gộp cải thiện mạnh trong Q3 do giá bán bao gồm thuế quan
Tôm	10.5%	13.7%	320bps	9.6%	10.5%	91bps	
Nông sản	19.9%	36.5%	1664bps	22.2%	37.2%	1507bps	
Thu nhập tài chính	9	43	383%	52	122	134%	
Chi phí tài chính	(36)	(15)	-59%	(46)	(44)	-4%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-	-	NA	-	-	NA	Sản lượng giảm nhưng giá bán cải thiện
SG&A	(190)	(339)	78%	(319)	(577)	81%	Trong 9M25, FMC ghi nhận các chi phí sau: - Thuế CBPG: 58 tỷ (Quý 3) và 98 tỷ (lũy kế 9M) - Thuế chống trợ cấp: 43 tỷ (Quý 3) và 60 tỷ (lũy kế 9M) - Thuế đối ứng: 166 tỷ (Quý 3) và 193 tỷ (lũy kế 9M)
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>7%</i>	<i>11%</i>	<i>469bps</i>	<i>6%</i>	<i>8%</i>	<i>-267bps</i>	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	91	108	19%	232	244	5%	
Thu nhập khác	(0)	-	-100%	(0)	1	-594%	
Lợi nhuận trước thuế	91	108	19%	232	245	6%	
Lợi nhuận sau thuế	95	112	18%	235	251	7%	
LNST công ty mẹ	80	97	22%	196	207	6%	Tổng hợp, sản lượng tiêu thụ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận. Bù lại, biên lợi nhuận suy giảm do các nghĩa vụ thuế khiến LNST công ty tăng trưởng thấp
<i>Biên LNST</i>	<i>2.8%</i>	<i>3.3%</i>	<i>46bps</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.0%</i>	<i>-50bps</i>	

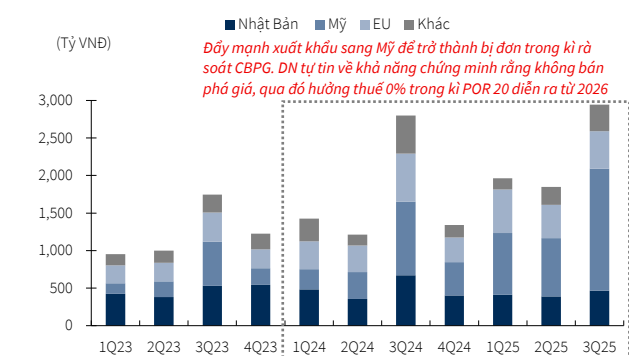
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 2. Sản lượng và giá bán trung bình

(tỷ VNĐ)	3Q2024	3Q2025	+/-%YoY	9M2024	9M2025	+/-%YoY	Chú thích
Tỉ giá USD/VND	25,250	26,260	4%	25,250	26,260	4%	
Sản lượng (tấn)							
Tôm	8,077	8,102	0.30%	16,526	19,570	18%	Sản lượng tăng lần lượt 43%/29%/0% YoY trong 3 quý đầu năm nhờ đẩy mạnh tiếp thị ở hầu hết thị trường. Nhu cầu trong 9 tháng đầu năm mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi nhu cầu nhập trước thuế quan từ Mỹ
Nông sản	389	306	-21%	1,014	786	-22%	
Giá bán (VNĐ)							
Tôm	346,317	363,330	5%	298,312	346,408	16%	Bắt đầu từ giữa quý 2, giá bán bao gồm thuế quan 10%-20% của Mỹ do FMC sử dụng phương thức vận chuyển DPP
Nông sản	112,339	128,645	15%	109,008	121,587	12%	

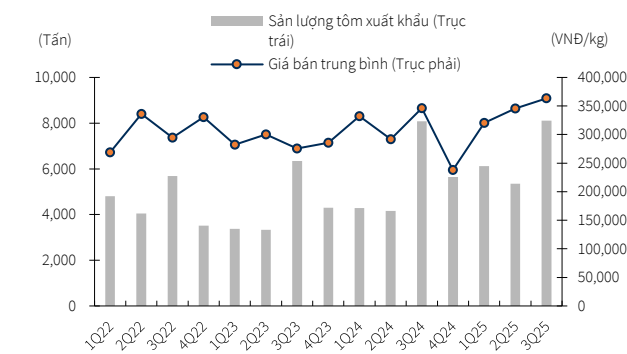
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 3. Doanh số theo thị trường của FMC



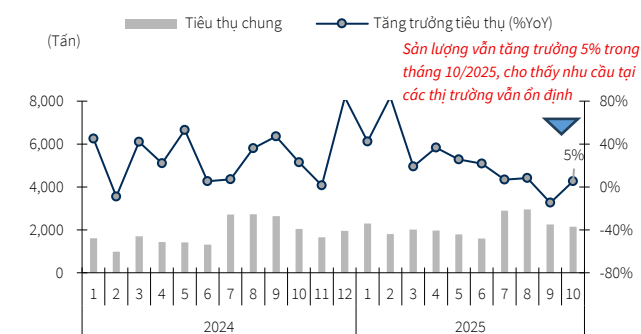
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 4. Sản lượng và giá bán trung bình của tôm xuất khẩu



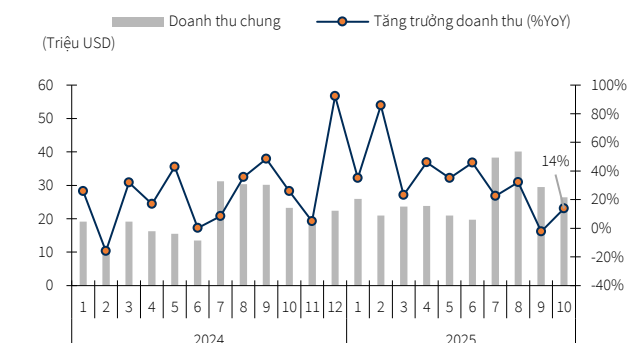
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 5. Tổng sản lượng tiêu thụ và tăng trưởng (%YoY) theo tháng



Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

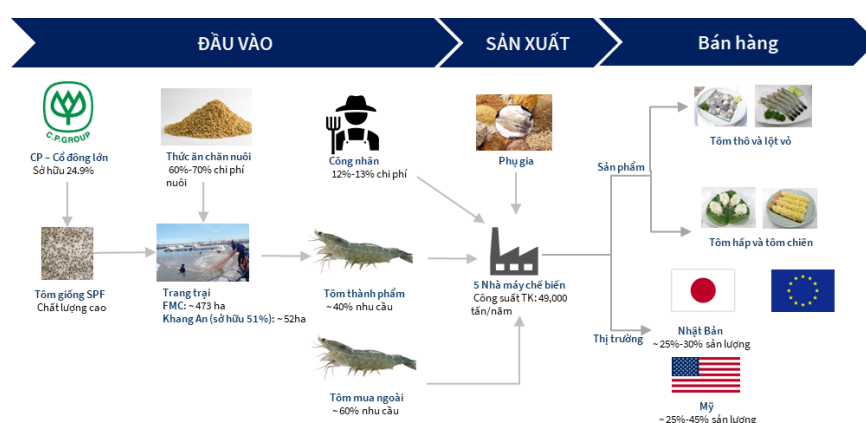
Biểu đồ 6. ... đem lại doanh thu tăng trưởng ổn định (doanh thu bao gồm khoản thuế đối ứng tăng thêm)



Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Hai sản phẩm chính của doanh nghiệp là tôm tươi và tôm qua chế biến. Trong đó, các sản phẩm tôm qua chế biến chiếm bột đem lại biên lợi nhuận cao nhất và không chịu rủi ro thuế CBPG, chiếm 20% sản lượng xuất khẩu sang Mỹ của FMC.

Biểu đồ 7. Mô hình kinh doanh của FMC



Nguồn: KBSV tổng hợp

Mức thuế chống bán phá giá (CBPG) tiềm ẩn rủi ro trong ngắn hạn

Hàng năm, Bộ thương Mại Mỹ (DOC) thực hiện các kì rà soát định kì (POR - Period of review) với hai doanh nghiệp có giá trị xuất khẩu lớn nhất trong năm của mỗi quốc gia để xác định mức độ bán phá giá dựa trên tính toán về chi phí sản xuất thực tế. Tuy nhiên, cơ sở tính toán của các doanh nghiệp Việt Nam thường dựa trên dữ liệu của các quốc gia khác (chủ yếu là Thái Lan hoặc Indonesia) do Mỹ chưa công nhận Việt Nam là nền kinh tế thị trường, gây méo mó trong quá trình tính toán. Trong T6/2025, DOC công bố mức thuế CBPG sơ bộ cho kì rà soát thứ 19 (Từ 1/2023-12/2024) là 35.29% đối với Stapimex (bị đơn bắt buộc) và cho biết sẽ áp dụng với cả 22 doanh nghiệp khác không trong diện điều tra, bao gồm FMC. Trước phán quyết cuối cùng vào tháng 12/2025 hoặc đầu 2026, các bên có thể nộp ý kiến phản biện, tham gia phiên điều trần và có thể tiến hành kiện tụng lên tòa án Mỹ nếu chưa đồng ý với quyết định. Trong kì POR 12 (giai đoạn 2015-2018), DOC cũng từng áp mức thuế sơ bộ 25.76% cho chính FMC và sau đó điều chỉnh còn 4.58% trong quyết định cuối cùng do lỗi tính toán. Trong trường hợp xấu nhất, mức thuế quan tối đa phải chịu có thể là 25.79%, sẽ khiến FMC đánh mất thị phần và ghi nhận thêm chi phí bán hàng.

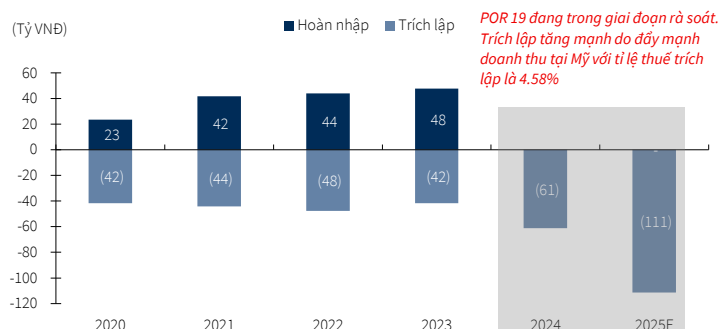
Lịch sử cho thấy FMC có nhiều tiềm năng được hưởng mức thuế thấp

Trong 4 năm gần đây, FMC đều trích lập mức thuế trên giá trị xuất khẩu tại Mỹ là 4.58% dựa quan điểm thận trọng do đây là mức thuế gần nhất mà doanh nghiệp phải chịu tại kì POR 12 – như đã nêu trên. Thực tế, phán quyết cuối cùng trong 2020-2023 đều ghi nhận công ty không bán phá giá và hưởng mức thuế 0% nhờ chuẩn bị tài liệu đầy đủ và kĩ lưỡng để chứng minh được chi phí sản xuất hợp lý, qua đó hoàn nhập toàn bộ chi phí dự phòng từ năm trước đó. Chúng tôi kì vọng với kinh nghiệm đối đầu với các vụ kiện CBPG trong suốt 20 năm qua, FMC sẽ tiếp tục chứng minh được doanh nghiệp không bán phá giá, qua đó hưởng mức thuế 0%. Chúng tôi ước tính điều này giúp đem lại khoản hoàn nhập dự phòng là 172 tỷ VNĐ trong 2026, đóng góp 40% LNTT của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, BLĐ cho biết FMC gần như đã trở thành bị đơn bắt buộc cho kì rà soát POR 20 (dựa trên dữ liệu xuất khẩu từ 1/2024 – 12/2025) diễn ra trong 2026, nhờ đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ trong giai đoạn nay. Đây là chiến lược của công ty để tự chủ động chứng minh với bộ thương mại Mỹ (DOC) trong kì rà soát tới. Doanh nghiệp tự tin đã chuẩn bị số liệu kĩ lưỡng để chứng minh mình không bán phá giá, qua đó duy trì mức thuế về 0% tại thị trường Mỹ.

Kì POR 19 đang rà soát hiện tại sử dụng dữ liệu từ tháng 2/2023- 12/2024. Trong đó, chỉ riêng thuế CBPG là khoảng 61 tỷ VNĐ trong 2024 và 98 tỷ VNĐ cho 9M2025. Nếu thuế cuối cùng là 0%, FMC sẽ được hoàn nhập toàn bộ khoản thuế trong 2024-2025.

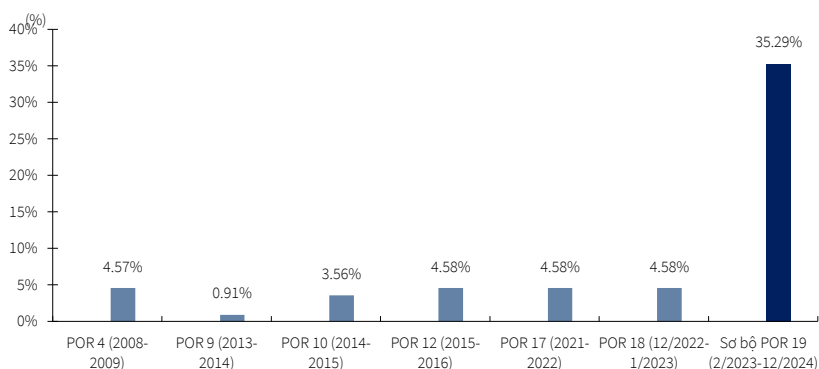
Biểu đồ 8. Mức trích lập và hoàn nhập CBPG hàng năm của FMC



Nguồn: KBSV tổng hợp

Mức thuế CBPG được xác định trong kì gần nhất là POR 12 (rà soát giai đoạn 1/2016 – 12/2017) với thuế 4.58%. Đây là cơ sở khiến doanh nghiệp phải trích lập hàng năm do có các kì rà soát. Thực tế, FMC không phải chịu thuế trong giai đoạn 2020-2023

Biểu đồ 9. Các kì rà soát CBPG và thuế trích lập tương ứng

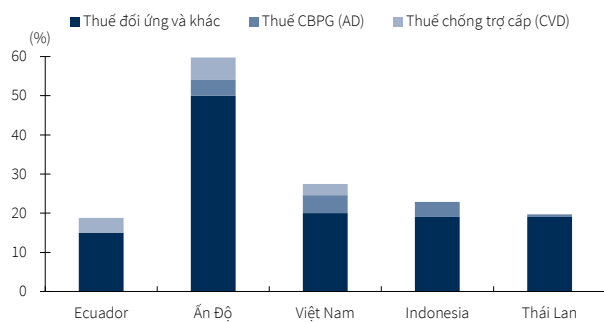


Nguồn: KBSV tổng hợp

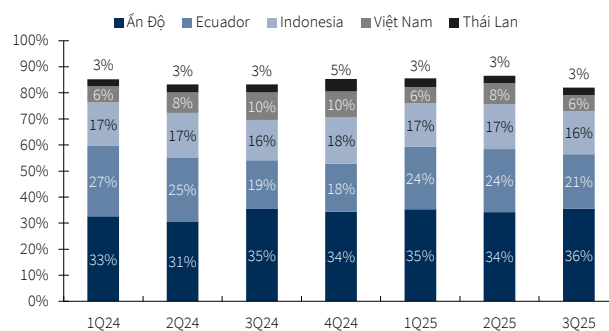
Thuế đối ứng: triển vọng cạnh tranh lành mạnh cho doanh nghiệp tôm Việt Nam

So trước đây, thuế đối ứng mới của Mỹ với từng quốc gia đem lại cả rủi ro cạnh tranh và cơ hội đan xen. Ấn Độ, quốc gia chiếm khoảng 35% thị phần đang chịu mức thuế cao, tổng là 50% bao gồm 25% thuế đối ứng và 25% thuế riêng khác. Điều này khiến các nhà nhập khẩu chủ động tìm kiếm thêm nguồn cung từ các quốc gia khác, đem lại triển vọng tích cực cho Việt Nam. Mặt khác, hầu hết các đối thủ còn lại là Ecuador, Indonesia và Thái Lan đều hưởng mức thuế dễ chịu hơn, từ 15%-19%, so với mức 20% hiện tại của Việt Nam. Trong đó, Ecuador được hưởng lợi nhất với mức thuế 15% và khả năng gia tăng sản lượng tiếp tục mạnh mẽ, được dự báo từ trên 10% trong 2026 – theo chia sẻ của lãnh đạo ngành tôm nước này. Tuy nhiên, 80% tôm từ Ecuador là tôm thô nguyên con, xuất khẩu chủ yếu sang thị trường Trung Quốc. Điều này cho thấy triển vọng cạnh tranh của FMC vẫn tương đối vững chắc.

Mặc khác, BLĐ cho biết sẽ chỉ rời bỏ thị trường khi chênh lệch thuế quan với các đối thủ ở mức 20% và kì vọng vẫn sẽ duy trì được đà tăng trưởng chung từ 5%-10% trong 2026 với tình hình hiện tại. Trong kịch bản xấu nhất, FMC có thể đa dạng hóa sang các thị trường khác, tiêu biểu là Châu Âu và Nhật Bản- các thị trường truyền thống của doanh nghiệp với nhiều đối tác lâu năm. Chúng tôi kì vọng các thị trường này sẽ được tập trung phát triển trong năm tới sau khi FMC hoàn thành kế hoạch chiến lược trở thành bị đơn tại Mỹ.

Biểu đồ 10. Mức thuế đối ứng hiện tại của Mỹ với các quốc gia

Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 11. Thị phần nhập khẩu tôm tại Mỹ gần đây

Nguồn: ITC, KBSV tổng hợp

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 12. Dự phóng KQKD 2025-2026

(tỷ VND)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	6,913	8,292	20%	8,768	6%	
Tôm	6,779	8,162	20%	8,584	5%	Cơ cấu doanh thu dịch chuyển về các thị trường ngoài Mỹ nhờ triển vọng ổn định hơn với các thị trường Nhật Bản/Mỹ/Châu Âu/ Khác đóng góp lần lượt 25%/31%/27%/17% trong 2026. Giả định các đơn hàng tại Mỹ tiếp tục giao hàng theo phương pháp DPP, khiến giá bán bao gồm cả chi phí thuế đối ứng là 20%
Nông sản	141	129	-8%	184	43%	
Lợi nhuận gộp	752	971	29%	1,285	32%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>10.9%</i>	<i>11.7%</i>	<i>83bps</i>	<i>14.7%</i>	<i>295bps</i>	Biên lợi nhuận gộp cao nhờ chi phí nuôi tôm thuận lợi và do thực hiện vận chuyển theo DPP tại thị trường Mỹ
Thu nhập tài chính	112	149	33%	138	-8%	
Chi phí tài chính	-53	-59	10%	-55	-5%	
SG&A	-388	-702	81%	-898	28%	Dự phóng thuế CBPG, trợ cấp và đối ứng lần lượt là 111/70/267 tỷ VND trong 2025. Hoàn nhập dự phòng 172 tỷ VND cho AD vào 2026 FMC tiếp tục trích lập 157 tỷ đối với thuế CBPG & TC
<i>Biên SG&A</i>	<i>-5.6%</i>	<i>-8.5%</i>	<i>-285bps</i>	<i>-10.2%</i>	<i>-178bps</i>	
Lợi nhuận trước thuế	422	359	-15%	469	31%	
<i>Biên LNTT</i>	<i>6.1%</i>	<i>4.3%</i>	<i>-177bps</i>	<i>5.4%</i>	<i>102bps</i>	Biên LNTT của FMC giảm mạnh do chi phí dự phòng cho CBPG & TC, và thuế đối ứng do sử dụng phương thức DPP, trong khi giá bán không tăng trưởng tương ứng
Lợi nhuận sau thuế	423	366	-14%	468	28%	
LN sau thuế công ty mẹ	306	292	-4%	351	20%	
<i>Biên LNST</i>	<i>4.4%</i>	<i>3.5%</i>	<i>-90bps</i>	<i>4.0%</i>	<i>48bps</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 13. Dự phóng sản lượng và giá bán

(tỷ VND)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Tỉ giá USD/VND	25,250	26,130	3%	26,200	0.3%	
Sản lượng (tấn)						
Tôm	22,164	24,458	10%	24,379	-0.3%	- 2026: Kỳ vọng tiêu thụ tại Mỹ hạ nhiệt, khiến sản lượng tại thị trường này giảm -30%YoY. Sản lượng chung đi ngang. Sản lượng tiêu thụ tại Nhật Bản/ Mỹ/ EU/ Khác lần lượt tăng trưởng 20%/-30%/20%/25% YoY do FMC chủ động đa dạng hóa thị trường khỏi Mỹ, với mức nền thấp từ các thị trường này trong 2025
Nông sản	1,309	1,374	5%	1,471	7%	
Giá bán (VND/kg)						
Tôm	305,870	322,860	6%	330,200	2%	Chúng tôi kỳ vọng giá bán gần như đi ngang so với năm ngoái do FMC đa dạng hóa sang các thị trường có giá bán thấp hơn. Giá bán cao hơn một phần do thay đổi phương thức giao hàng
Nông sản	107,563	116,877	9%	125,394	7%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
46,800 VND

Cổ phiếu FMC đã giảm 20% kể từ thông tin thuế đối ứng và khoảng 7% sau khi nhận kết quả thuế CBPG sơ bộ. Điều này khiến cổ phiếu giao dịch ở mức định giá hấp dẫn với PE và PB lần lượt là 7.7 và 1.1, thấp hơn 19% và 30% trung bình 5 năm.

Trong kịch bản xấu nhất (thuế CBPG trên 5%), chúng tôi kì vọng doanh thu tại thị trường Mỹ sẽ được bù đắp bởi khả năng đa dạng hóa thị trường do nhu cầu đối với mặt hàng tôm trên toàn cầu luôn tăng trưởng ổn định. Bù lại, FMC có nhiều cơ hội để chứng minh không bán phá giá, qua đó hưởng thuế 0% từ cuối 2026.

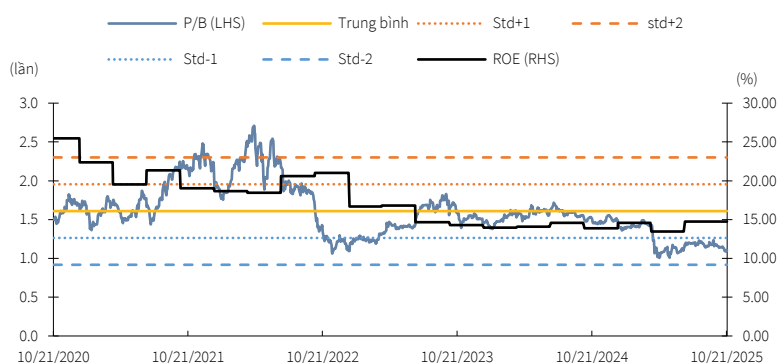
Bằng phương pháp ROE/chi phí vốn chủ, chúng tôi xác định P/B cho 2026 của FMC là 1.35, tương đương định giá hợp lý là 46,800 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 27%

Biểu đồ 14. Định giá PB mục tiêu dựa trên ROE/ chi phí vốn chủ

	Toàn doanh nghiệp	Cổ phiếu
ROE của năm 2026		15.2%
Chi phí vốn chủ		12%
Tăng trưởng vĩnh viễn		3%
PB mục tiêu		1.35
Giá trị sổ sách cuối 2025	2,261 tỷ VNĐ	34,574 VNĐ/ cổ phiếu
Giá trị vốn chủ hợp lý	3,038 tỷ VNĐ	46,801 VNĐ/cổ phiếu

Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 15. Định giá PB và tương quan lợi nhuận trên vốn chủ (ROE) của VHC



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

PHỤ LỤC
FMC – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2026

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
(Báo cáo chuẩn)					(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	5,087	6,913	8,292	8,768	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	3,356	3,775	4,370	4,930
Giá vốn hàng bán	4,594	6,161	7,321	7,483	Tài sản ngắn hạn	2,127	2,641	3,337	3,992
Lãi gộp	493	752	971	1,285	Tiền và tương đương tiền	452	1,077	1,106	1,360
Thu nhập tài chính	73	112	149	138	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	97	140	140	265
Chi phí tài chính	-53	-59	-55	-60	Các khoản phải thu	492	370	682	745
Trong đó: Chi phí lãi vay	-23	-50	-38	-41	Hàng tồn kho, ròng	1,000	1,002	1,358	1,571
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	Tài sản dài hạn	1,229	1,134	1,033	938
Chi phí bán hàng	122	297	605	806	Phải thu dài hạn	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	79	91	97	92	Tài sản cố định	848	768	672	580
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	418	534	473	585	Tài sản dở dang dài hạn	96	91	86	83
Thu nhập khác	0	2	1	3	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	0	-1	0	0	Lợi thế thương mại	285	275	275	275
Thu nhập khác, ròng	0	2	0	3	NỢ PHẢI TRẢ	1,122	1,309	1,739	2,002
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	-1	-1	-1	Nợ ngắn hạn	1,112	1,297	1,727	1,990
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	305	422	359	469	Phải trả người bán	106	118	140	144
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-2	1	6	-1	Người mua trả tiền trước	3	15	15	15
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	302	423	366	468	Vay ngắn hạn	824	902	1,324	1,499
Lợi ích của cổ đông thiểu số	26	117	73	117	Nợ dài hạn	10	12	12	12
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	276	306	292	351	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	10	12	12	12
					Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Chỉ số hoạt động					Vay dài hạn	0	0	0	0
	2023	2024	2025F	2026F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	2,234	2,466	2,632	2,928
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.7%	10.9%	11.7%	14.7%	Vốn góp	654	654	654	654
Tỷ suất EBITDA	8.8%	7.9%	5.6%	6.8%	Thặng dư vốn cổ phần	594	594	594	594
Tỷ suất EBIT	5.7%	5.3%	3.2%	4.4%	Lãi chưa phân phối	781	920	1,013	1,192
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	6.0%	6.1%	4.3%	5.4%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	8.2%	7.7%	5.7%	6.7%	Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.4%	4.4%	3.5%	4.0%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	205	298	371	488
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
Lãi trước thuế	305	422	359	469	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	154	184	194	209	P/E	8.7	7.8	8.2	6.8
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-20	-34	-149	-138	P/E pha loãng	8.7	7.8	8.2	6.8
Chi phí lãi vay	28	25	59	55	P/B	1.2	1.1	1.1	1.0
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	467	596	463	596	P/S	0.5	0.3	0.3	0.3
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	14	-100	-311	-63	P/Tangible Book	1.2	1.1	1.0	0.9
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-71	-2	-356	-213	P/Cash Flow	-17.7	3.9	84.0	9.4
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-93	142	22	3	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	7.2	6.0	8.0	6.5
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-61	42	2	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	11.0	9.1	13.8	10.1
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-49	-75	-104	-12	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	207	601	-284	312	ROE%	14%	15%	13%	16%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-218	-114	-94	-114	ROA%	9%	9%	7%	8%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	0	0	0	ROIC%	10%	10%	9%	9%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-378	-352	0	-125	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	75	527	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.8	0.6	0.7
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.5	0.9	0.7	0.8
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khá	2	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.9	2.0	1.9	2.0
Cố tức và tiền lãi nhận được	13	27	149	138	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-505	88	55	-101	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	0.5	0.5	0.7	0.7
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	0.3	0.3
Tiền thu được các khoản đi vay	4,494	1,202	1,324	1,499	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.5	0.7	0.7
Tiền trả các khoản đi vay	-4,188	-1,123	-902	-1,324	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.4	0.4
Cố tức đã trả	-143	-151	-165	-131	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.5	0.7	0.7
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.4	0.4
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	163	-72	258	44	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-135	617	28	254	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	13	16	12	12
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	585	452	1,077	1,106	Hệ số quay vòng HTK	5	6	5	5
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	450	1,069	1,106	1,360	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	54	42	52	52

Nguồn: FMC, 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.