CTCP VĨNH HOÀN – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ: **THEO DÕI** | Giá mục tiêu: **59,300** | Upside: +12%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q1/2025: DTT = 2,648 tỷ đồng (-7% yoy), LNST- CĐTS = 193 tỷ đồng (+14% yoy)

1. **DTT -7% yoy do:**

- DT cá tra xuất khẩu = 1,354 tỷ đồng (-7% yoy) do (i) sản lượng xuất khẩu = 17.5 nghìn tấn (-21.7% yoy), mức giảm phản ánh nhu cầu tiêu thụ thấp tại thị trường Mỹ trong Q1.2025 (ii) giá xuất khẩu bình quân = 2.95 nghìn USD/tấn (+7.6% yoy) nhờ lượng tồn kho thấp, doanh nghiệp xuất khẩu không phải neo giá thấp để đẩy hàng và mức nền thấp của cùng kỳ năm 2024.
- DT Collagen & Gellatin = 163 tỷ đồng (-32% yoy) do nhu cầu yếu tại thị trường Châu Âu trong Q1.2025

2. **LNST-CĐTS +14% yoy nhờ:**

- Biên lợi nhuận gộp = 12.7% cải thiện 3.4% so với cùng kỳ do (1) giá xuất khẩu bình quân +7.6% yoy (2) giá TACN ước tính giảm -3% yoy do giá nhập khẩu khô đậu tương và bã đậu nành giảm.

BSC đánh giá KQKD Q1.2025 là thấp hơn -30% so với kỳ vọng do sản lượng xuất khẩu thấp hơn -24% so với ước tính ban đầu trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Mỹ trước thuế đối ứng chưa có sự hồi phục, việc giá cá tra xuất khẩu cải thiện so với cùng kỳ chủ yếu đến từ lượng tồn kho thấp tại các tỉnh nuôi cá tra chính và mức nền thấp của năm 2024.

KQKD	2024	KHKD cũ	KHKD mới kịch bản cơ sở	KHKD mới kịch bản lạc quan	Dự phóng của BSC
Doanh thu thuần	12,535	14,500	10,900	12,350	12,510
LNST	1,311	1,500	1,000	1,300	1,328
%tăng trưởng	38%	22%	-19%	5%	1%
P/E	9.0	7.9	11.9	9.1	8.9

BÁO CÁO CẬP NHẬT

19/05/2025 – HSX: VHC

Trung tâm phân tích Chứng khoán BIDV

Trần Lâm Tùng

(Chuyên viên phân tích)

Tungtl@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	52,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	224
Vốn hoá (Tỷ VND):	11,850
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.812
Sở hữu nước ngoài:	23%

Mở tài khoản

CẬP NHẬT ĐHCĐ 2025

1. Năm 2025, VHC thông qua 2 kịch bản doanh thu và lợi nhuận dựa trên quan điểm thận trọng trước tình hình thuế quan của Mỹ (thị trường chiếm hơn 50% sản lượng xuất khẩu của VHC), cụ thể:

- Kịch bản cơ sở: DTT = 10,900 tỷ đồng (-12.8% yoy), LNST = 1,000 tỷ đồng (-18% yoy)
- Kịch bản lạc quan: DTT = 12,350 tỷ đồng (-1.4% yoy), LNST = 1,300 tỷ đồng (+6% yoy)

2. Đánh giá tác động của Thuế Quan:

- VHC nhận định ngay cả trong trường hợp mức thuế 46% được giữ nguyên, thì tác động chủ yếu đến trong ngắn hạn và khi người tiêu dùng bắt đầu quen với mặc bằng giá mới thị mọi thứ sẽ trở lại bình thường. VHC cũng lưu ý thị trường đã từng hấp thụ mức giá cá tra gấp đôi so với thời điểm hiện tại trong quá khứ.
- Doanh nghiệp sẽ không chia sẻ phần thuế tăng thêm với đốc tác do (1) hợp đồng với đối tác có điều khoản, trong trường hợp bị áp thuế thì bên đối tác sẽ chịu hoàn toàn phần thuế tăng thêm đó (2) biên lợi nhuận của đối tác đủ lớn để chịu được phần thuế tăng thêm.
- *VHC khẳng định sẽ không giảm tỷ trọng xuất khẩu đi Mỹ do đã có lợi thế được bộ Thương Mại Mỹ loại ra khỏi danh sách bị điều tra chống bán phá giá.*
- Ngoài ra, VHC sẽ nghiên cứu về thị trường cá rô phi xuất khẩu sang Mỹ để thay thế cá rô phi Trung Quốc tuy nhiên, doanh nghiệp cần thêm thời gian để xây dựng chuỗi bán hàng và cung ứng tương tự như cá tra ở thời điểm hiện tại.

3. Triển vọng đơn hàng Q2.2025:

- VHC chia sẻ hiện tại lượng đơn hàng cho Q2 tương đối cao do các đối tác tại thị trường Mỹ tranh thủ nhập hàng trước thời điểm kết thúc 90 ngày tạm hoãn thuế đối ứng của ông Trump. Đối với các thị trường khác, hiện tại VHC chưa ghi nhận ảnh hưởng xấu, tình hình đơn hàng vẫn bình thường.
- Tuy nhiên, VHC đang gặp khó khăn trong công tác nuôi cá, do một phần lượng cá trong ao chưa đạt kích cỡ tiêu chuẩn.

4. . Kế hoạch đầu tư năm 2025:

Năm 2025, VHC lên kế hoạch đầu tư 830 tỷ đồng trong đó chủ yếu tập trung vào (1) đầu tư nâng cấp thiết bị sản xuất Collagen và cải tạo nhà máy hiện tại (2) giai đoạn 1 nhà máy chế biến trái cây Thành Ngọc (3) đầu tư kho cho nhà máy TACN Feedone và Sa Giang,...

BÁO CÁO CẬP NHẬT

19/05/2025 – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ:	THEO DÕI
Giá mục tiêu:	59,300
Upside:	+12%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	52,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	224
Vốn hoá (Tỷ VND):	11,850
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.812
Sở hữu nước ngoài:	23%

CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG 2025

1. Giá và sản lượng xuất khẩu T4 tiếp tục ghi nhận suy giảm so với cùng kỳ do nhu cầu tiêu thụ thấp tại thị trường Mỹ, cụ thể:

- Giá xuất khẩu bình quân T4.25 = 2,793 USD/tấn (-8% mom, -2% yoy)
- Sản lượng xuất khẩu = 8.04 nghìn tấn (+19% mom, -12% yoy)

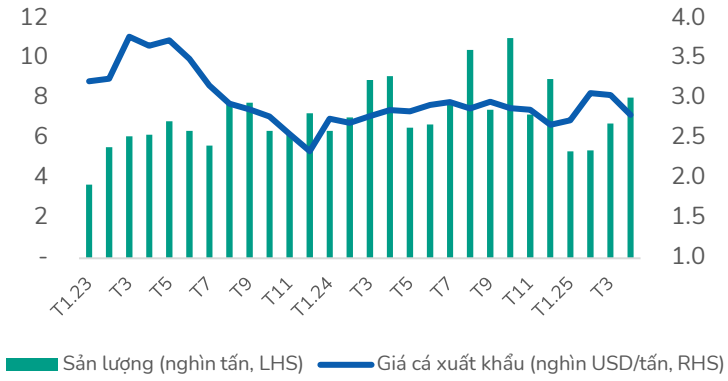
Như vậy lũy kế 4 tháng đầu năm, sản lượng xuất khẩu của VHC = 25.5 nghìn tấn (-19 % yoy) thấp hơn -15% so với ước tính của BSC do tâm lý tiêu dùng không lạc quan tại thị trường Mỹ trong bối cảnh tình hình thương mại leo thang sau khi ông Trump tái đắc cử tổng thống. Ngoài ra, giá xuất khẩu bình quân cũng quay trở lại xu hướng giảm ngay sau khi Mỹ áp dụng mức thuế đối ứng 10% cho tất cả các đối tác thương mại.

2. Do vậy, BSC điều chỉnh giả định về sản lượng và giá bình quân 2025 của VHC khi diễn biến xuất chưa đạt như kỳ vọng và ảnh hưởng của thuế đối ứng chưa được đưa vào mô hình dự phóng.

- Giá xuất khẩu điều chỉnh = 2,874 USD/tấn (+1% yoy, -7% so với dự phóng trước đó) do (1) diễn biến giá xuất khẩu T4.25 quay trở lại xu hướng giảm ngay sau khi Mỹ áp thuế 10% cho tất cả các đối tác (2) nhu cầu tiêu thụ kỳ vọng không có sự đột biến trong phần còn lại của 2025 do tâm lý tiêu dùng không lạc quan (3) tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá cá tra sẽ chủ yếu vận động ở mặt bằng giá hiện tại do lượng tồn kho thấp nên áp lực giảm giá đẩy hàng của các doanh nghiệp là không lớn.
- Sản lượng xuất khẩu điều chỉnh = 95,407 tấn (-2% yoy, -19% so với dự phóng trước đó) do (1) diễn biến xuất khẩu 4 tháng đầu năm chưa đạt kỳ vọng (2) tâm lý tiêu dùng được dự báo sẽ không có nhiều cải thiện trong phần còn lại của năm 2025.

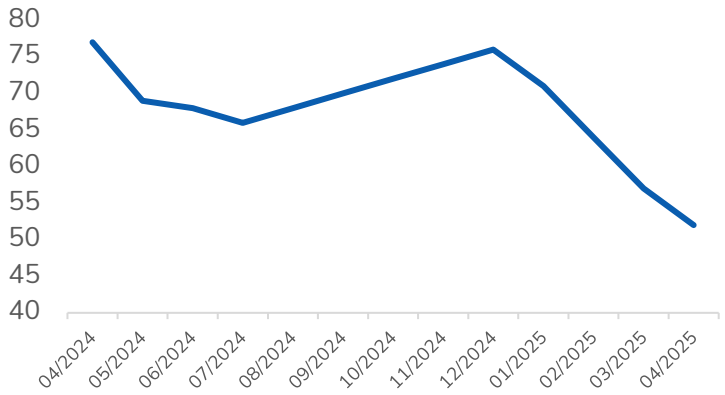
Như vậy, năm 2025, **BSC đưa ra dự phóng VHC sẽ ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 12,518 tỷ đồng (+0% yoy) và 1,250 tỷ đồng (+1% yoy),** thay đổi lần lượt -14%/-19% so với dự phóng cũ, tương đương EPS 2025 = 5,682 VNĐ/CP, PE FW 2025 = 9.2 lần

Hình 1: Sản lượng và giá cá tra xuất khẩu VHC
(tấn, nghìn USD/tấn)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 2: Chỉ số CCI Mỹ giảm mạnh phản ánh tâm lý tiêu dùng không lạc quan.



Nguồn: De Heus, VASEP

BÁO CÁO CẬP NHẬT

19/05/2025 – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ:	THEO DÕI
Giá mục tiêu:	59,300
Upside:	+12%

Thông tin doanh nghiệp

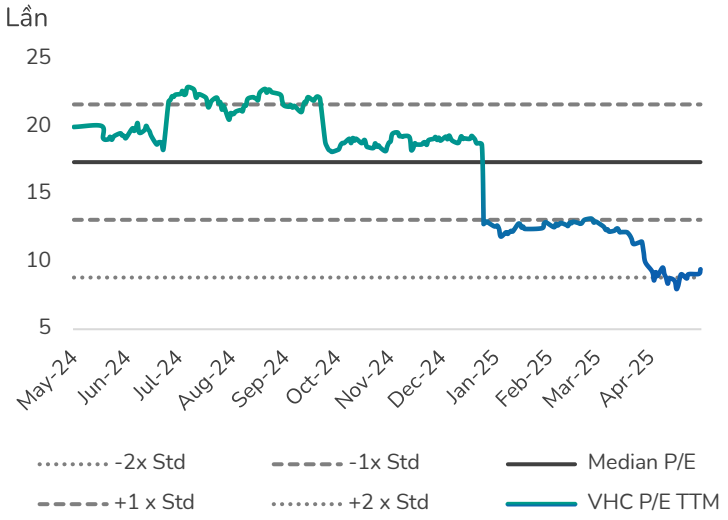
Giá hiện tại (VND):	52,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	224
Vốn hoá (Tỷ VND):	11,850
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.812
Sở hữu nước ngoài:	23%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

Ở thời điểm hiện tại, **BSC** duy trì khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **VHC** với giá mục tiêu = **59,300 VND/CP** (+12% so với giá đóng cửa ngày 19/05/2025, -16% so với giá mục tiêu cũ, giá mục tiêu đã bao gồm 2,500 VNĐ cổ tức tiền mặt), dựa trên:

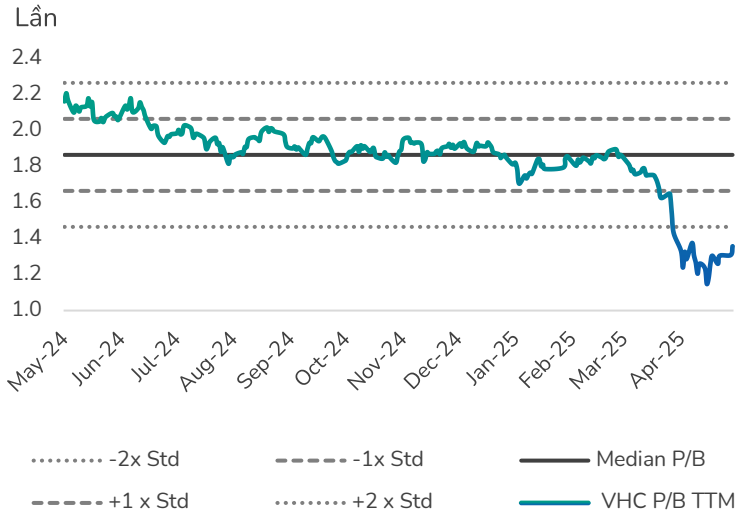
1. Định giá của VHC với PE FW 2025 = 9.2 lần đã tiệm cận trung bình chu kỳ trước = 10 lần, trong khi ngành cá tra chưa có dấu hiệu bước vào một chu kỳ đi lên dưới tác động của thuế đối ứng của Mỹ.
2. Sự thay đổi về giá mục tiêu so với báo cáo trước đó chủ yếu đến từ mức giảm tương ứng của dự phóng KQKD năm 2025.

Hình 1: Định giá P/E



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: Định giá P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

19/05/2025 – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ:	THEO DÕI
Giá mục tiêu:	59,300
Upside:	+12%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	52,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	224
Vốn hoá (Tỷ VND):	11,850
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.812
Sở hữu nước ngoài:	23%

PHỤ LỤC: BẢNG TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH

VHC_Tỷ VNĐ	Q1.2024	Q1.2025	% YoY	2024	2025	% YoY
Doanh thu thuần	**2,856**	**2,648**	**-7%**	**12,535**	**12,518**	**0%**
Cá tra	1,463	1,354	-7%	6,949	6,443	-7%
Phụ phẩm	448	445	-1%	1,850	2,035	10%
Collagen & Gellatin	238	163	-32%	773	781	1%
Khác	662	681	3%	2,915	3,259	12%
Lãi gộp	**9.3%**	**12.7%**	**3.4%**	**15.1%**	**15.7%**	**1%**
Thu nhập tài chính	107	90	-16%	428	461	8%
Chi phí tài chính	(34)	(57)	68%	(222)	(237)	7%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(18)	(17)	-3%	(73)	(195)	166%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	0	1		2	2	0%
Chi phí bán hàng	(68)	(53)		(293)	(292)	0%
CP QLDN	(64)	(70)	10%	(346)	(345)	0%
Lãi từ HĐKD	**207**	**247**	**19%**	**1,461**	**1,548**	**6%**
Thu nhập khác, ròng	(5)	7	-247%	(32)	(32)	0%
LNTT	**217**	**254**	**17%**	**1,496**	**1,517**	**1%**
Thuế TNDN	(28)	(44)	59%	(186)	(188)	1%
LNST	**189**	**211**	**12%**	**1,311**	**1,328**	**1%**
Lợi ích của cổ đông thiểu số	19	18	-6%	77	78	1%
LNST-CĐTS	**170**	**193**	**14%**	**1,234**	**1,250**	**1%**
Biên lợi nhuận ròng	7%	8%	1%	10%	11%	0%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

19/05/2025 – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ:	THEO DÕI
Giá mục tiêu:	59,300
Upside:	+12%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	52,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	224
Vốn hoá (Tỷ VND):	11,850
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.812
Sở hữu nước ngoài:	23%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long
Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa
P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô – Thị Trường
Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu
P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí
Chuyên viên phân tích
Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt
Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy
Chuyên viên phân tích
Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh
Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trưởng
Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng
Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy
Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.