

18/07/2025

KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ
Giá hợp lý	62,000
Giá hiện tại	56,900
Tiềm năng tăng/giảm	9.0%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	224.5
Free float (%)	50%
Vốn hóa (tỷ VND)	12,816
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,431,356
Sở hữu nước ngoài (%)	22.55%
Ngày niêm yết đầu tiên	24/12/2007

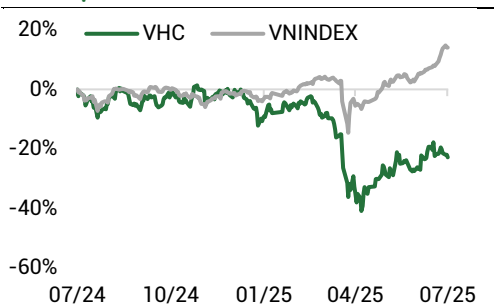
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Truong Thi Le Khanh	42.3%
Khác	57.7%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	5,568
BVPS (VND)	39,511
Nợ/VCSH (%)	27.00%
ROA (%)	10.04%
ROE (%)	14.43%
P/E (x)	10.21
P/B (x)	1.45
Tỷ suất cổ tức (%)	3.50%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

VHC là doanh nghiệp chuyên sản xuất và xuất khẩu cá tra, collagen, gelatin và các sản phẩm từ gạo, trái cây, thức ăn thủy sản. Sản phẩm chủ lực là nhóm sản phẩm cá tra bao gồm: cá tra fillet, phụ phẩm và sản phẩm giá trị gia tăng, chủ yếu xuất sang Mỹ, châu Âu và Trung Quốc.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Đình Hưng
hungnguyen@phs.vn

CHỜ ĐỢI NHỮNG QUYẾT ĐỊNH THƯƠNG MẠI

- Trong 6T2025, doanh thu đạt 5.841 tỷ VND, giảm 3,6% YoY, với mảng cá tra phi lê (chiếm 54%) đạt 3.139 tỷ VND, giảm 1,5% YoY, nhưng phục hồi mạnh ở tháng 5 (+15%) và tháng 6 (+5%) nhờ đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ và EU.
- Tình hình thuế quan và cạnh tranh tại Mỹ và EU đang có nhiều thay đổi. Tại Mỹ, 8 doanh nghiệp cá tra Việt Nam, bao gồm cả VHC, được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0%, giúp giảm chi phí nhưng đồng thời làm gia tăng cạnh tranh về giá. Trong khi đó, EU vừa ban hành lệnh cấm vận thủy sản Nga, mở ra cơ hội cho cá tra Việt Nam thâm nhập sâu hơn vào thị trường này, đặc biệt với các doanh nghiệp có vị thế dẫn đầu như VHC.
- Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về triển vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2025, do ba yếu tố chính: (i) giá bán khó cải thiện khi doanh nghiệp sẽ cần đẩy hàng nhanh trước những bất định về thuế quan, (ii) nguồn cung cá tra nguyên liệu tiếp tục thiếu hụt, gây áp lực lên chi phí đầu vào và (iii) các doanh nghiệp có xu hướng quản lý hàng tồn kho thận trọng hơn cho đến khi có thông tin rõ ràng về mức thuế đối ứng.
- Cổ tức 2025 là 2,000 VND/cp (tỷ suất 3,5%), P/E 10.3x (thấp hơn trung bình 5 năm: 12.0x). Với quan điểm thận trọng, PHS khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá hợp lý 62,000 VND/cp, tiềm năng tăng giá 9.0%.

Cập nhật doanh số 6T2025

Trong 6T2025, VHC ghi nhận doanh thu đạt, 5,841 tỷ VND (-3.6% YoY).
Trong đó:

- Mảng doanh thu từ cá tra phi lê (chiếm 54%, đạt 3,139 tỷ VND, -1.5% YoY) mặc dù không ghi nhận tăng trưởng nhưng dữ liệu doanh thu **tháng 5 và tháng 6 đã ghi nhận sự phục hồi trở lại** với mức tăng trưởng lần lượt 15% và 5% (svck).
- Sự phục hồi này là nhờ việc xuất khẩu được đẩy mạnh vào thị trường Mỹ (+17% YoY 05/25, +32% YoY 06/25) và EU (+42% YoY 05/25, -5% YoY 06/25) (trong khi xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc tiếp tục suy yếu với mức giảm 76% YoY 06/25).
- Điều này diễn ra trong bối cảnh: (i) tình trạng tài trước hàng diễn ra khi Mỹ áp mức thuế chung 10% cho tất cả quốc gia trong 90 ngày trước khi các mức thuế đối ứng mới được công bố; và (ii) Căng thẳng thương mại tạo cơ hội cho cá tra cạnh tranh tốt hơn so với các loại cá thịt trắng cùng phân khúc (cá rô phi từ Trung Quốc xuất sang Mỹ, cá minh thái từ Nga xuất sang EU).

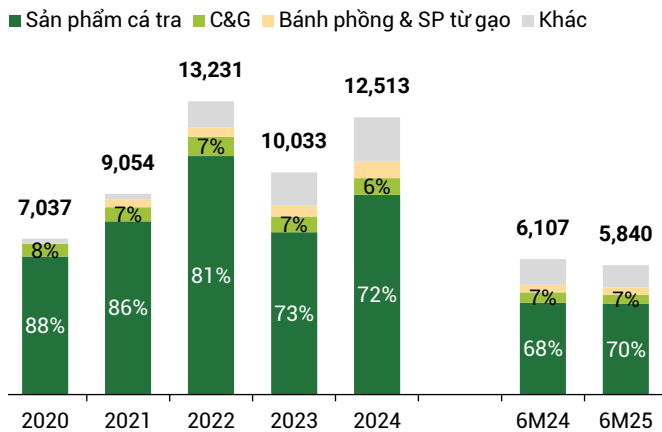
Đánh giá tình hình thuế quan và cập nhật tình hình cạnh tranh ở thị trường Mỹ và EU

Ứng phó với thuế quan: Ban lãnh đạo cho biết sẽ chuyển hết chi phí thuế sang nhà nhập khẩu, kỳ vọng thị trường sẽ hấp thụ mức giá tăng nhờ vào việc giá thành cá tra vẫn còn cạnh tranh so với các loại cá thịt trắng khác. Chúng tôi cho rằng triển vọng nhu cầu của thị trường trước tác động của thuế quan sẽ cần theo dõi thêm các tiêu chí (i) chênh lệch mức thuế chi

tiết giữa các loại cá thịt trắng từ các quốc gia (điển hình là Trung Quốc, Canada, Iceland, Indonesia, Malaysia) và (ii) xu hướng tiêu thụ các loại cá tại thị trường Mỹ và (iii) cơ hội gia tăng thâm nhập ở các thị trường có trị giá cao (Mỹ, EU) trong bối cảnh cạnh tranh địa chính trị leo cao, gia tăng rào cản xuất khẩu đối với các loại cá thịt trắng đối thủ.

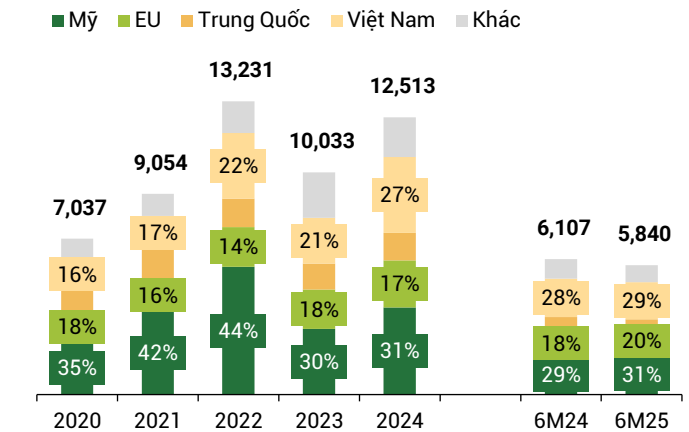
Ở mặt khác, tác động của việc đồng VND giảm so với USD trong năm được kỳ vọng sẽ bù đắp một phần tác động từ thuế quan.

Hình 1: Doanh thu VHC phân theo các mảng kinh doanh chính (tỷ VND)



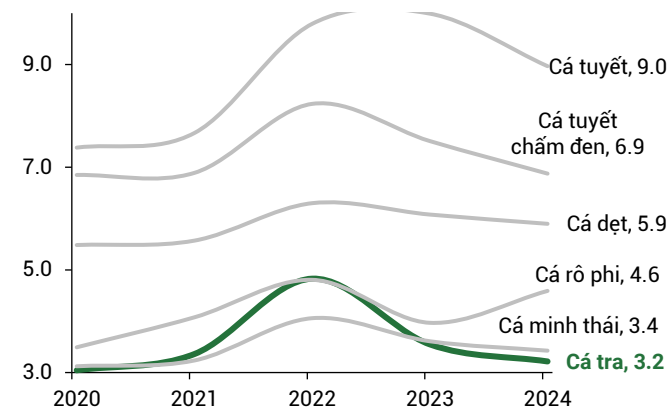
Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 2: Doanh thu VHC phân theo thị trường (tỷ VND)



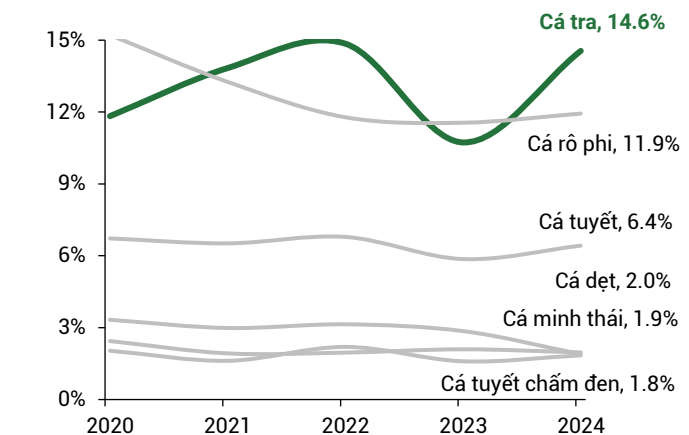
Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 3: Đơn giá trung bình năm phi lê các loại cá thịt trắng xuất khẩu sang Mỹ (USD/kg)



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 4: Thị phần xuất khẩu sang Mỹ - phi lê các loại cá (Chỉ thể hiện cá thịt trắng, %)



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Cập nhật tình hình thương mại (sắc thuế khác, lệnh trừng phạt) tại thị trường Mỹ (32% doanh thu xuất khẩu) và thị trường EU (17% doanh thu xuất khẩu).

- Theo Quyết định cuối cùng từ Bộ Công Thương Mỹ (DOC) ngày 18/06/2025, trong kì rà soát hành chính lần thứ 20 (POR20) đối với phi lê cá tra đông lạnh Việt Nam nhập khẩu vào Mỹ, 7 doanh nghiệp trong kì rà soát hành chính được chấp thuận hưởng thuế CBPG bằng 0% (VHC đã được đưa ra khỏi phạm vi áp dụng CBPG từ các kỳ POR kể từ 2025). Đưa tổng số doanh nghiệp hưởng thuế CBPG bằng 0% từ 3 (tại các kì trước) lên 8 (theo POR20). Trong 8 doanh nghiệp này, CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC), CTCP Nam Việt (HSX:

ANV), và CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cần Thơ (UpCOM: CCA) là 3 doanh nghiệp có niêm yết trên sàn chứng khoán.

- Chúng tôi kì vọng điều này sẽ ảnh hưởng tích cực đối với 8 doanh nghiệp nói trên khi mức thuế CBPG 2.39 USD/kg trước đó (tương đương hơn 70% giá FOB cá tra xuất khẩu sang Mỹ) được loại bỏ. Tuy nhiên, đây sẽ là thách thức đối với VHC khi mức độ cạnh tranh về giá gia tăng tại thị trường Mỹ (50-70% doanh thu xuất khẩu sản phẩm cá tra phi lệ).
- **Ngày 20/5/2025, Liên minh Châu Âu (EU) chính thức phê duyệt gói trừng phạt thứ 17**, lần đầu đưa ngành thủy sản Nga vào diện cấm vận, nhằm đến 2 doanh nghiệp thủy sản hàng đầu của Nga là Norebo Holding (chuyên xuất khẩu nhóm cá thịt trắng) và Murman Seafood do các hoạt động di chuyển bất thường của đội tàu đánh cá, phục vụ mục đích do thám tại các vùng biển Bắc và Baltic. Chúng tôi cho rằng điều này cũng mở ra cơ hội thâm nhập vào thị trường Châu Âu đối với các doanh nghiệp cá tra nói chung, và riêng với VHC nhờ vị thế dẫn đầu tại thị trường này.

Kế hoạch 2025

Năm 2025, ban lãnh đạo đề ra hai kịch bản:

- Cơ sở: Doanh thu 10.900 tỷ đồng (-12,9% YoY), LNST-CĐTS 1.000 tỷ đồng (-14,7% YoY).
- Khả quan: Doanh thu 12.350 tỷ đồng (-1,3% YoY), LNST-CĐTS 1.300 tỷ đồng (+1,2% YoY).
- PHS dự báo doanh thu 12.188 tỷ đồng (-2,6% YoY) và LNST-CĐTS 1.172 tỷ đồng (-4,4% YoY). Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về triển vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 dựa trên 3 yếu tố (i) giá bán khó cải thiện khi doanh nghiệp sẽ cần đẩy hàng nhanh trước những bất định về thuế quan, (ii) việc thiếu hụt nguồn cung cá tra nguyên liệu vẫn còn áp lực chi phí đầu vào các doanh nghiệp nói chung và (iii) quản lí hàng tồn kho sẽ thận trọng hơn cho đến khi công bố mức thuế đối ứng chi tiết, dẫn đến triển vọng sản lượng khiêm tốn trong năm.

Bảng 1: KQKD VHC 1Q25, kịch bản từ DN, và dự phóng của PHS

Đơn vị: tỷ VNĐ	1Q25	Kịch bản cơ sở từ DN	Kịch bản tích cực từ DN	PHS dự phóng
Doanh thu thuần hợp nhất	2,648	10,900	12,350	12,188
%Tăng trưởng YoY	-7.3%	-12.9%	-1.3%	-2.6%
LNST-CĐTS	193	1,000	1,300	1,172
%Tăng trưởng YoY	15.5%	-14.7%	1.2%	-4.4%

Nguồn: VHC, PHS tổng hợp và dự phóng

Ngoài ra, công ty đặt kế hoạch đầu tư cho năm 2025 đạt 830 tỷ VNĐ (phân bổ cho nâng cấp sản xuất mảng Collagen, giai đoạn 1 nhà máy chế biến trái cây, kho cho nhà máy thức ăn thủy sản Feedone, tăng công suất nhà máy gạo và bánh phồng Sa Giang, mở rộng vùng nuôi cá tra nguyên liệu). (Chi tiết từng khoản đầu tư chưa được công bố)

Định giá và cổ tức

Cổ tức bằng tiền năm 2025 tiếp tục được duyệt ở mức 2,000 VND/cp, tương ứng với mức tỷ suất cổ tức 3.5% tại mức giá đóng cửa ngày 18/07/2025. Xét về khía cạnh cổ tức, đây là mức tỷ suất khiêm tốn so với các doanh nghiệp hàng đầu nhóm F&B trên sàn và lãi suất tiền gửi tại ngân hàng.

VHC hiện đang giao dịch tại P/E là 10.3x, thấp hơn so với mức trung bình 5 năm là 12.0x và trung bình 2 năm là 15.5x. Sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** dành cho VHC với giá hợp lý là 62,000 VND/cổ phiếu, tương ứng mức tăng giá tiềm năng là 9.0% so với giá hiện tại.

Hình 5: Diễn biến P/E của VHC giai đoạn 2020 – TTM



BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	13,231	10,033	12,513	12,188	13,741
Giá vốn hàng bán	(10,255)	(8,540)	(10,618)	(10,381)	(11,706)
Lợi nhuận gộp	2,976	1,493	1,895	1,807	2,034
Chi phí bán hàng	(349)	(216)	(297)	(246)	(292)
Chi phí QLDN	(372)	(308)	(358)	(349)	(384)
Lợi nhuận từ HĐKD	2,254	969	1,241	1,212	1,358
Lợi nhuận tài chính	434	377	423	422	473
Chi phí lãi vay	(370)	(229)	(217)	(223)	(288)
Lợi nhuận trước thuế	2,323	1,145	1,485	1,452	1,591
Lợi nhuận sau thuế	2,013	974	1,303	1,256	1,377
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,975	919	1,226	1,172	1,285
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	7,640	7,888	8,238	8,662	10,014
Tiền và tương đương tiền	553	233	570	949	1,322
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,768	2,069	2,340	2,272	2,561
Phải thu ngắn hạn	2,330	1,578	2,201	2,082	2,430
Hàng tồn kho	2,818	3,763	2,915	3,130	3,448
Tài sản ngắn hạn khác	172	245	213	229	253
Tài Sản Dài Hạn	3,943	4,054	3,996	4,691	4,464
Tài sản CĐHH	2,522	2,921	2,944	2,998	3,100
Bất động sản đầu tư	-	-	-	240	240
Chi phí xây dựng dở dang	566	160	109	524	159
Đầu tư tài chính dài hạn	66	67	69	73	75
Lợi thế thương mại	261	225	190	180	205
Tài sản dài hạn khác	528	681	682	676	684
Tổng cộng tài sản	11,583	11,943	12,234	13,353	14,478
Các khoản phải trả	3,889	3,351	3,241	3,554	3,816
Nợ vay ngắn hạn	2,214	2,157	2,277	2,458	2,681
Phải trả người bán ngắn hạn	448	309	278	375	423
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	1,037	767	629	667	653
Nợ vay dài hạn	175	102	-	-	-
Các khoản phải trả dài hạn khác	16	17	57	54	60
Vốn chủ sở hữu	7,694	8,591	8,994	9,799	10,662
Vốn góp chủ sở hữu	1,834	1,870	2,245	2,245	2,245
Lợi ích cổ đông thiểu số	171	244	318	401	427
Tổng nguồn vốn	11,583	11,943	12,234	13,353	14,478

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	993	301	1,499	1,628	700
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(967)	(470)	(356)	(1,063)	(128)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	332	(152)	(806)	(186)	(199)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	358	(320)	337	379	373
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	195	553	233	570	949
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	553	233	570	949	1,322
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Doanh thu	46.1%	-24.2%	24.7%	-2.6%	12.7%
Lợi nhuận sau thuế	81.9%	-51.6%	33.8%	-3.6%	9.6%
Tổng tài sản	32.6%	3.1%	2.4%	9.1%	8.4%
Tổng vốn chủ sở hữu	30.8%	11.7%	4.7%	9.0%	8.8%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	22.5%	14.9%	15.1%	14.8%	14.8%
Tỷ suất EBITDA	18.3%	12.7%	12.5%	12.5%	12.2%
Tỷ suất lãi ròng	15.2%	9.7%	10.4%	10.3%	10.0%
ROA	19.8%	8.3%	10.8%	9.8%	9.9%
ROE	29.6%	12.0%	14.8%	13.4%	13.5%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	6.52	5.63	7.60	6.53	6.75
Số ngày tồn kho	4.45	2.60	3.18	3.43	3.56
Số ngày phải trả	28.6	25.1	33.3	32.0	30.2
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.1	2.4	2.6	2.5	2.7
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.3	1.3	1.7	1.6	1.7
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.34	0.28	0.26	0.27	0.26
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.51	0.39	0.36	0.36	0.36
Vay ngắn hạn/VCSH	0.29	0.25	0.25	0.25	0.25
Vay dài hạn/VCSH	0.02	0.01	-	-	-

(Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Đình Hưng, Chuyên viên phân tích** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Sài Gòn, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn,
Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Thanh Xuân,
Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng,
Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801