

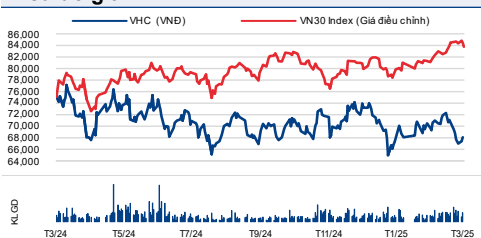
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ92,200
Tiềm năng tăng/giảm: 35.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/3/2025)	68,200
Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	65,000-77,127
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	67,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,308
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	599
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	12,535	14,375	16,042
EBITDA đc (tỷ đồng)	1,744	2,192	2,456
LNTT (tỷ đồng)	1,496	1,945	2,197
LNT ĐC (tỷ đồng)	1,234	1,603	1,811
FCF (tỷ đồng)	1,408	917	611
EPS ĐC (đồng)	5,496	7,144	8,070
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	38,685	45,257	52,513
T.trưởng EBITDA (%)	24.7	25.7	12.0
T.trưởng EPS ĐC (%)	31.9	8.31	13.0
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.9	15.2	15.3
Tỷ suất LNTT (%)	11.9	13.5	13.7
Tỷ suất LNT ĐC (%)	9.84	11.2	11.3
Tỷ lệ LN trả CT (%)	30.3	28.0	24.8
Nợ thuần/VCSH (%)	20.1	9.55	9.47
ROAE (%)	14.5	17.0	16.5
ROACE (%)	14.5	17.4	16.9
EV/doanh thu (lần)	1.36	1.13	1.02
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.76	7.41	6.67
P/E ĐC (lần)	12.4	9.55	8.45
P/B (lần)	1.76	1.51	1.30
Lợi suất cổ tức (%)	2.93	2.93	2.93

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

Tháng 2/2025: Doanh thu thấp hơn dự báo

- Doanh thu tháng 2/2025 giảm 3,4% so với cùng kỳ và giảm 8,6% so với tháng trước, thấp hơn so với dự báo của HSC, có thể do sản lượng tiêu thụ giảm trong khi giá bán bình quân tăng lên hơn 3 USD/kg so với mức 2,7 USD/kg vào tháng 2/2024.
- Điểm tích cực là xuất khẩu sang thị trường Mỹ vẫn vững chắc, tăng 12,2% so với cùng kỳ và tăng 25,9% so với tháng trước.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 92.200đ. VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,3 lần, cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9 lần.

Sự kiện: Công bố doanh thu tháng 2/2025

Doanh thu tháng 2/2025 đạt 774 tỷ đồng, giảm 3,4% so với cùng kỳ và giảm 8,6% so với tháng trước. Kết quả trên thấp hơn dự báo của chúng tôi, đặc biệt trong bối cảnh số ngày nghỉ Tết rơi vào tháng 2/2025 ít hơn số ngày nghỉ Tết trong tháng 2/2024 (2 ngày so với 7 ngày).

Lũy kế 2 tháng đầu năm 2025, doanh thu đạt 1.621 tỷ đồng, giảm 5,9% so với cùng kỳ.

Doanh thu cá tra giảm do sản lượng tiêu thụ giảm

Doanh thu cá tra trong tháng 2/2025 đạt 413 tỷ đồng, giảm 1% so với cùng kỳ và giảm 4% so với tháng trước đa phần do sản lượng xuất khẩu giảm. Theo dữ liệu của Agromonitor, sản lượng xuất khẩu cá tra của VHC trong tháng 2/2025 đạt 5.400 tấn, giảm 21% so với cùng kỳ và không đổi so với tháng trước. Tuy nhiên, xét về mặt tích cực, giá xuất khẩu bình quân trong tháng 2/2025 ở mức hơn 3 USD/kg, so với 2,7 USD/kg trong tháng 2/2024.

Lũy kế 2 tháng đầu năm 2025, doanh thu cá tra đạt 843 tỷ đồng, giảm nhẹ 2,5% so với cùng kỳ.

Doanh thu phụ phẩm đạt 113 tỷ đồng, giảm 23,6% so với cùng kỳ và giảm 15,7% so với tháng trước. Doanh thu collagen & gelatin giảm 17,9% so với cùng kỳ và giảm 22% so với tháng trước đạt 46 tỷ đồng. Doanh thu các sản phẩm khác đạt 195 tỷ đồng, tăng 12,1% so với cùng kỳ nhưng giảm 8% so với tháng trước.

Lũy kế 2 tháng đầu năm 2025, doanh thu phụ phẩm giảm 23,5% so với cùng kỳ xuống 247 tỷ đồng. Doanh thu collagen & gelatin giảm 19,2% so với cùng kỳ xuống 105 tỷ đồng, trong khi doanh thu các sản phẩm giá trị gia tăng đạt 19 tỷ đồng, tăng 35,7% so với cùng kỳ nhưng giảm 41,7% so với tháng trước.

Mỹ vẫn là thị trường mạnh

Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ trong tháng 2/2025 đạt 248 tỷ đồng, tăng 12,2% so với cùng kỳ và tăng 25,9% so với tháng trước. Lũy kế 2 tháng đầu năm 2025, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ đạt 445 tỷ đồng, tăng 9,6% so với cùng kỳ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/3.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: Cơ cấu doanh thu trong tháng 2/2025, VHC

Tỷ đồng	T2/24	T2/25	% so với cùng kỳ	2T24	2T25	% so với cùng kỳ
Tổng	801	774	-3.4%	1,722	1,621	-5.9%
Cá tra	417	413	-1.0%	865	843	-2.5%
Phụ phẩm	148	113	-23.6%	323	247	-23.5%
Collagen & gelatin	56	46	-17.9%	130	105	-19.2%
Sản phẩm GTGT	6	7	16.7%	14	19	35.7%
Khác	174	195	12.1%	390	407	4.4%

Nguồn: VHC

Doanh thu xuất khẩu sang châu Âu tăng nhẹ 1,4% so với cùng kỳ đạt 140 tỷ đồng nhưng giảm 28,2% so với tháng trước. Lũy kế 2 tháng đầu năm 2025, doanh thu xuất khẩu sang châu Âu đạt 335 tỷ đồng, tăng 14,7% so với cùng kỳ.

Doanh thu từ thị trường Trung Quốc vẫn yếu. Doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc trong tháng 2/2025 đạt 61 tỷ đồng, giảm 54,5% so với cùng kỳ và giảm 4,7% so với tháng trước. Lũy kế 2 tháng đầu năm 2025, doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 4,7% so với cùng kỳ.

Duy trì khuyến nghị Mua vào và giữ nguyên giá mục tiêu

Mặc dù doanh thu tháng 2/2025 thu thấp hơn dự báo, thị trường Mỹ - động lực tăng trưởng chính trong năm 2025, theo quan điểm của chúng tôi - vẫn tương đối tích cực. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 92.200đ (tiềm năng tăng giá 35%). Cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,3 lần, cao hơn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9 lần. Chúng tôi cũng giữ nguyên dự báo, với lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 1.603 tỷ đồng (tăng trưởng 30%), sau đó tăng trưởng 13% trong năm 2026 đạt 1.811 tỷ đồng.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu tháng 2/2025 theo các thị trường, VHC

Tỷ đồng	T2/2024	T2/2025	% so với cùng kỳ	2T2024	2T2025	% so với cùng kỳ
Mỹ	221	248	12.2%	406	445	9.6%
EU	138	140	1.4%	292	335	14.7%
Trung Quốc	134	61	-54.5%	251	125	-50.2%
Các thị trường khác	308	325	5.5%	773	716	-7.4%
Tổng	801	774	-3.4%	1,722	1,621	-5.9%

Nguồn: VHC

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	14,375	16,042	17,256
Lợi nhuận gộp	1,493	1,891	2,492	2,806	3,047
Chi phí BH&QL	(524)	(639)	(776)	(866)	(932)
Thu nhập khác	50.0	66.9	0	0	0
Chi phí khác	(23.2)	(31.8)	0	0	0
EBIT	996	1,288	1,716	1,939	2,115
Lãi vay thuần	148	207	229	258	270
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	1,945	2,197	2,386
Chi phí thuế TNDN	(171)	(186)	(241)	(273)	(296)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(54.6)	(77.1)	(100)	(113)	(123)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	919	1,234	1,603	1,811	1,967
Lợi nhuận thuần ĐC	919	1,234	1,603	1,811	1,967
EBITDA ĐC	1,398	1,744	2,192	2,456	2,594
EPS (đồng)	5,000	6,596	7,144	8,070	8,762
EPS ĐC (đồng)	5,000	6,596	7,144	8,070	8,762
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	837	696	222
Đầu tư ngắn hạn	2,069	2,340	2,887	3,753	4,879
Phải thu khách hàng	1,578	2,207	2,489	2,655	2,924
Hàng tồn kho	3,763	2,911	3,206	3,954	4,499
Các tài sản ngắn hạn khác	245	213	260	318	315
Tổng tài sản ngắn hạn	7,888	8,241	9,679	11,375	12,838
TSCĐ hữu hình	3,081	3,059	3,202	3,348	3,385
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	426	423	396
Tổng tài sản dài hạn	4,054	4,008	4,131	4,245	4,227
Tổng cộng tài sản	11,943	12,249	13,810	15,620	17,065
Nợ ngắn hạn	2,157	2,277	1,777	1,777	1,277
Phải trả người bán	309	272	417	427	440
Nợ ngắn hạn khác	617	544	767	840	853
Tổng nợ ngắn hạn	3,233	3,193	3,180	3,248	2,776
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	3,233	3,301	2,830
Vốn chủ sở hữu	8,348	8,683	10,158	11,787	13,580
Lợi ích cổ đông thiểu số	244	319	419	532	655
Tổng vốn chủ sở hữu	8,591	9,002	10,577	12,319	14,235
Tổng nợ phải trả và VCSH	11,943	12,249	13,810	15,620	17,065
BVPS (đ)	44,629	38,685	45,257	52,513	60,502
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,026	1,707	940	1,081	1,056

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	996	1,288	1,716	1,939	2,115
Khấu hao	(402)	(456)	(476)	(517)	(478)
Lãi vay thuần	148	207	229	258	270
Thuế TNDN đã nộp	(315)	(259)	(241)	(273)	(296)
Thay đổi vốn lưu động	(470)	742	(305)	(944)	(830)
Khác	(67.0)	(114)	(174)	(30.0)	(25.8)
LCT thuần từ HKKD	546	2,113	1,472	1,210	1,442
Đầu tư TS dài hạn	(677)	(705)	(555)	(599)	(451)
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	463	502	518
LCT thuần từ HĐĐT	(793)	(863)	(92.4)	(96.6)	67.2
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)	(1,112)	(1,254)	(1,983)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(72.5)	(912)	(1,112)	(1,254)	(1,983)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	554	233	570	837	696
LCT thuần trong kỳ	(320)	338	267	(141)	(475)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.58)	(0.71)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	232	570	837	696	222
Dòng tiền tự do	(131)	1,408	917	611	990

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	17.3	17.5	17.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.9	13.9	15.2	15.3	15.0
Tỷ suất LNT (%)	9.16	9.84	11.2	11.3	11.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.0	12.4	12.4	12.4	12.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	(24.2)	24.9	14.7	11.6	7.56
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(45.9)	24.7	25.7	12.0	5.59
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(53.5)	34.2	30.0	13.0	8.58
Tăng trưởng EPS (%)	(53.6)	31.9	8.31	13.0	8.58
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(53.6)	9.93	30.0	13.0	8.58
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.0	30.3	28.0	24.8	22.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.6	14.5	17.0	16.5	15.5
ROACE (%)	12.0	14.5	17.4	16.9	15.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.85	1.04	1.10	1.09	1.06
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.55	1.64	0.86	0.62	0.68
Số ngày tồn kho	161	99.8	98.5	109	116
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	9.55	9.47	8.07
Nợ/tài sản (%)	19.1	18.9	13.1	11.6	7.72
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	1.33	0.82	0.74	0.51
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.44	2.58	3.04	3.50	4.62
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.47	1.36	1.13	1.02	0.95
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	9.76	7.41	6.67	6.31
P/E (lần)	13.6	10.3	9.55	8.45	7.78
P/E ĐC (lần)	13.6	12.4	9.55	8.45	7.78
P/B (lần)	1.53	1.76	1.51	1.30	1.13
Lợi suất cổ tức (%)	2.93	2.93	2.93	2.93	2.93

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