

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ71,000 (từ VNĐ65,000)

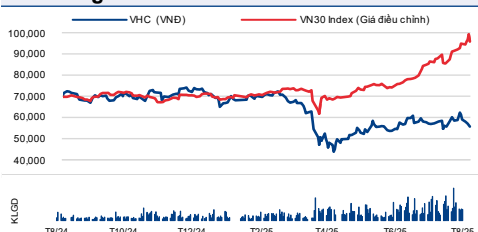
Tiềm năng tăng/giảm: 27.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/8/2025) 55,700

Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	43,750-74,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	57,080
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,502
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	475
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



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.30)	4.90	(20.1)
So với chỉ số	(11.7)	(18.5)	(41.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	6,551	6,108	7.3
2026F	6,785	7,186	(5.6)
2027F	7,702	7,479	3.0

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

Tăng 9% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC tăng 9% giá mục tiêu của VHC lên 71.000đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và cập nhật giả định WACC. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 28% tại giá mục tiêu mới.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 5,7% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, phản ánh KQKD nửa đầu năm 2025 tích cực và các bất định về thuế đối ứng được giải quyết. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 12%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 3 tháng qua, VHC đang giao dịch ở mức giá rẻ với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,8 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD nửa đầu năm 2025

VHC đã công bố KQKD nửa đầu năm 2025 tích cực với lợi nhuận thuần đạt 692 tỷ đồng (tăng 43% so với cùng kỳ) và doanh thu thuần đạt 5.841 tỷ đồng (giảm 3,5% so với cùng kỳ). Lợi nhuận được thúc đẩy bởi tỷ suất lợi nhuận tăng mạnh nhờ chi phí giảm. Xét theo mảng, doanh thu cá tra nhìn chung đi ngang, trong khi mảng collagen/gelatin, sản phẩm giá trị gia tăng và các mảng khác đều ghi nhận mức giảm trên 10%. Xét theo thị trường, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ và EU tăng nhẹ nhưng doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc giảm mạnh 37% so với cùng kỳ.

Tác động: Tăng bình quân 5,7% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Sau KQKD nửa đầu năm 2025 và phân tích tác động của thuế đối ứng tại Mỹ, HSC gần như giữ nguyên dự báo doanh thu H&KD cốt lõi cho năm 2025 nhưng tăng 8,4% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.470 tỷ đồng (tăng trưởng 19,2%). Đối với các năm 2026-2027, chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự báo doanh thu (tăng 6,6% cho cá tra, tăng 7,6% cho phụ phẩm) nhờ kỳ vọng sản lượng cao hơn; theo đó chúng tôi tăng lần lượt 4,5% và 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027 lên 1.523 tỷ đồng (tăng trưởng 3,6%) và 1.729 tỷ đồng (tăng trưởng 13,5%).

Nhìn chung, dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027- khá sát với bình quân dự báo thị trường - cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 12%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 3 tháng qua, VHC đang giao dịch ở mức giá rẻ với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,8 lần.

HSC tăng 9% giá mục tiêu của VHC sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và giảm 170 điểm cơ bản trong giả định WACC xuống 11,8%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC và dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR 3 năm đạt 12%. Mức thuế đối ứng 20% vẫn chấp nhận được và sẽ chỉ tác động hạn chế đến hoạt động xuất khẩu của VHC sang thị trường Mỹ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,398	1,744	1,975	2,156	2,354
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	919	1,234	1,470 ▲	1,523	1,729
EPS ĐC (đồng)	5,000	5,496	6,551 ▲	6,785	7,702
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	44,629	38,685	44,712	50,813	57,836
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.90	8.15	6.61	6.46	5.93
P/E ĐC (lần)	11.1	10.1	8.50	8.21	7.23
Lợi suất cổ tức (%)	3.59	3.59	3.59	3.59	3.59
P/B (lần)	1.25	1.44	1.25	1.10	0.96
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(53.6)	9.93	19.2	3.57	13.5
ROAE (%)	11.6	14.5	15.7	14.2	14.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Định giá rẻ và tăng trưởng lợi nhuận vững chắc

VHC ghi nhận lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2025 đạt 692 tỷ đồng, tăng 43% so với cùng kỳ và hơi cao hơn dự báo của HSC, được hỗ trợ bởi tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh trong bối cảnh doanh thu chỉ giảm nhẹ. Trong khi đó, việc công bố mức thuế đối ứng 20% đã tháo gỡ những bất định chính sách lớn và củng cố lợi thế về chi phí cũng như thị phần của VHC tại thị trường Mỹ. Thực tế, doanh thu tháng 7 xác nhận đã phục hồi mạnh, tăng 13% so với cùng kỳ (và 31% so với tháng trước), dẫn dắt bởi mảng cá tra (tăng 22% so với cùng kỳ) và hoạt động nhập khẩu từ Mỹ quay trở lại trạng thái bình thường (tăng 31% so với cùng kỳ). Nhìn chung, HSC tăng bình quân 5,7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 – với lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo đạt 1.470 tỷ đồng (tăng trưởng 19,2%) và tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 12%. Đồng thời, chúng tôi nâng giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 71.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 28%. VHC đang giao dịch ở mức rẻ với P/E dự phóng năm 2025 là 8,4 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với mức bình quân 4 năm. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Q2/2025: KQKD tích cực, hơi cao hơn dự báo

VHC đã công bố KQKD Q2/2025 tích cực với doanh thu thuần đạt 3.194 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 58,8% so với cùng kỳ đạt 499 tỷ đồng. Doanh thu suy yếu chủ yếu do những bất định liên quan đến thuế đối ứng của Mỹ trong giai đoạn tháng 4-7, khiến các nhà nhập khẩu tạm thời ngừng giao dịch để đánh giá tình hình. Trong khi đó, tăng trưởng lợi nhuận được thúc đẩy bởi tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh lên mức 19,5% so với mức 14,4% trong Q2/2024, nhờ lượng hàng tồn kho giá thấp từ cuối năm 2024 và chi phí nuôi trồng giảm, bao gồm giá thức ăn chăn nuôi giảm khoảng 10% so với cùng kỳ.

Tính chung nửa đầu năm 2025, doanh thu thuần đạt 5.841 tỷ đồng, giảm nhẹ 3,5% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 43% so với cùng kỳ đạt 692 tỷ đồng. Kết quả này đã đạt 46,4% và 50,6% dự báo cả năm 2025 của HSC (trước công bố KQKD), hơi cao hơn dự báo.

Xét theo mảng, doanh thu sản phẩm cá tra trong Q2/2025 đạt 1.785 tỷ đồng (tăng 3,5% so với cùng kỳ); doanh thu phụ phẩm đạt 449 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ; doanh thu collagen & gelatin tăng 7,8% so với cùng kỳ đạt 236 tỷ đồng. Trong khi đó, doanh thu sản phẩm giá trị gia tăng và các sản phẩm khác lần lượt giảm 5,3% và 10,2% so với cùng kỳ. Tính chung nửa đầu năm 2025, doanh thu sản phẩm cá tra đạt 3.139 tỷ đồng, giảm nhẹ 1,5% so với cùng kỳ; doanh thu phụ phẩm gần như đi ngang ở mức 894 tỷ đồng. Doanh thu collagen & gelatin giảm 12,7% so với cùng kỳ xuống 399 tỷ đồng, trong khi sản phẩm giá trị gia tăng giảm 10% so với cùng kỳ xuống 63 tỷ đồng. Doanh thu các sản phẩm khác (bao gồm trái cây và rau củ, thức ăn chăn nuôi, mỡ cá, v.v.) giảm 6,5% so với cùng kỳ xuống 1.246 tỷ đồng.

Bảng 1: KQKD Q2/2025 & 6 tháng đầu năm 2025, VHC

Lợi nhuận thuần 6 tháng đầu năm 2025 tăng mạnh 43% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 16,4% (từ 12% trong nửa đầu năm 2024)

Tỷ đồng	Q2/2024	Q2/2025	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	3,196	3,194	-0.1%	6,051	5,841	-3.5%
Giá vốn hàng bán	(2,734)	(2,570)	-6.0%	(5,324)	(4,881)	-8.3%
Lợi nhuận gộp	462	623	35.0%	728	960	31.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.4%	19.5%		12.0%	16.4%	
Lợi nhuận hoạt động tài chính	60	108		133	140	5.6%
Chi phí QL&BH	(141)	(146)		(273)	(269)	-1.5%
Chi phí QL&BH / Doanh thu	4.4%	4.6%		4.5%	4.6%	
Thu nhập thuần khác	12	11	-3.4%	21	18	-14.1%
LNTT	393	598	52.1%	610	852	39.7%
Lợi nhuận thuần	314	499	58.8%	484	692	43.0%

Nguồn: VHC

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu Q2/2025 & 6 tháng đầu năm 2025 theo các sản phẩm chính, VHC

Tỷ đồng	Q2/2024	Q2/2025	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
Cá tra	1,724	1,785	3.5%	3,187	3,139	-1.5%
Phụ phẩm	449	449	0.0%	897	894	-0.3%
Collagen & gelatin	219	236	7.8%	457	399	-12.7%
Sản phẩm GTGT	38	36	-5.3%	70	63	-10.0%
Sản phẩm khác	766	688	-10.2%	1,440	1,346	-6.5%
Tổng	3,196	3,194	-0.1%	6,051	5,841	-3.5%

Nguồn: VHC

Xét theo thị trường, bất chấp những bất định về chính sách thuế trong giai đoạn tháng 4–7, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ trong Q2/2025 vẫn tăng 9,9% so với cùng kỳ đạt 1.153 tỷ đồng. Doanh thu xuất khẩu sang EU cũng tăng 7,8% so với cùng kỳ đạt 579 tỷ đồng, trong khi doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc giảm mạnh 38,3% so với cùng kỳ. Tính chung nửa đầu năm 2024, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ tăng 3,8% so với cùng kỳ đạt 1.839 tỷ đồng. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang EU tăng 6% so với cùng kỳ đạt 1.155 tỷ đồng. Ngược lại, doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc trong nửa đầu năm 2025 giảm mạnh xuống 402 tỷ đồng, giảm 37% so với cùng kỳ.

Gần đây, Công ty công bố doanh thu tháng 7 tích cực, tăng mạnh 13% so với cùng kỳ (và tăng 31% so với tháng trước), dẫn dắt bởi mảng cá tra (tăng 22% so với cùng kỳ) và hoạt động nhập khẩu từ Mỹ quay trở lại trạng thái bình thường (tăng 31% so với cùng kỳ).

Bảng 3: Cơ cấu doanh thu Q2/2025 và 6 tháng đầu năm 2025 theo các thị trường trọng điểm, VHC

Tỷ đồng	Q2/2024	Q2/2025	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
Mỹ	1,049	1,153	9.9%	1,772	1,839	3.8%
EU	537	579	7.8%	1,090	1,155	6.0%
Trung Quốc	300	185	-38.3%	639	402	-37.1%
Các thị trường khác	1,310	1,277	-2.5%	2,550	2,445	-4.1%
Tổng	3,196	3,194	-0.1%	6,051	5,841	-3.5%

Nguồn: VHC

Thuế đối ứng chốt ở mức 20%: Mức có thể chấp nhận được đối với xuất khẩu cá tra sang Mỹ

Vào ngày 2/7, chính quyền Trump công bố áp thuế đối ứng 20% lên hàng hóa xuất khẩu từ Việt Nam, trong khi các mặt hàng trung chuyển sẽ chịu mức thuế cao hơn là 40%. Ngược lại, Việt Nam sẽ giảm thuế nhập khẩu đối với toàn bộ hàng hóa từ Mỹ xuống 0%.

Mặc dù chi tiết biểu thuế theo từng mặt hàng chưa được công bố nhưng HSC hiểu rằng các mặt hàng có 100% xuất xứ nội địa như cá tra nhiều khả năng sẽ chịu mức thuế ở ngưỡng thấp của khung thuế công bố, khoảng 20%. Mức thuế này tuy cao hơn mức hiện tại là 10%, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với mức đe dọa ban đầu là 46%, cũng như mức thuế hiện hành 55% mà Trung Quốc – đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam trong phân khúc cá thịt trắng – đang phải chịu.

Cá tra Việt Nam duy trì lợi thế chiến lược về giá và thị phần tại thị trường Mỹ

Xuất khẩu cá tra của Việt Nam hiện đang nắm giữ nhiều lợi thế tại thị trường Mỹ:

- Cá tra vẫn là loại cá thịt trắng có giá thấp nhất tại thị trường này.
- Việt Nam là nhà cung cấp cá tra lớn nhất - và gần như duy nhất - cho thị trường Mỹ, nơi cá tra nằm trong nhóm năm loại cá thịt trắng nhập khẩu hàng đầu. Do đó, các nhà nhập khẩu Mỹ có rất ít lựa chọn thay thế.

Ngược lại, cá rô phi – một trong ba loại cá thịt trắng nhập khẩu hàng đầu tại Mỹ – chủ yếu được nhập khẩu từ Trung Quốc, quốc gia hiện đang chịu áp lực cạnh tranh lớn từ cá tra Việt Nam do bị áp mức thuế 55%.

Trong khi đó, nguồn cung các loại cá thịt trắng khác như cá minh thái, cá tuyết và cá hồi cũng đang chịu áp lực do EU đã giảm hạn ngạch đánh bắt nhằm ứng phó với tình trạng suy giảm trữ lượng cá tự nhiên.

Trong bối cảnh như vậy, HSC cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra của Việt Nam hiện đang nắm giữ vị thế đàm phán tương đối mạnh, và mức thuế 20% nhiều khả năng sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động xuất khẩu sang thị trường Mỹ.

Thuế suất rõ ràng giúp giảm lo ngại và hỗ trợ hoạt động thương mại

Theo đánh giá của HSC, việc công bố mức thuế nằm trong vùng kỳ vọng của thị trường đã giúp giảm bớt lo ngại cho cả các nhà nhập khẩu Mỹ và các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam. Diễn biến này tạo nền tảng thuận lợi để các nhà nhập khẩu ước tính nhu cầu và đặt hàng, trong khi các doanh nghiệp Việt Nam có thể chuẩn bị đủ hàng tồn kho để đáp ứng đà tăng nhập khẩu thường thấy trong mùa cao điểm từ tháng 7 đến tháng 10 hằng năm. HSC kỳ vọng hoạt động nhập khẩu sẽ sớm quay trở lại trạng thái bình thường.

Bảng 4: Cơ cấu doanh thu T7/2025 và 7 tháng đầu năm 2025 theo các sản phẩm chính, VHC

Tỷ đồng	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ
Cá tra	608	739	21.5%	3,795	3,878	2.2%
Phụ phẩm	188	215	14.4%	1,085	1,109	2.2%
Collagen & gelatin	71	68	-4.2%	528	467	-11.6%
Sản phẩm GTGT	14	8	-42.9%	84	71	-15.5%
Sản phẩm khác	239	241	0.8%	1,679	1,587	-5.5%
Tổng	1,120	1,271	13.5%	7,171	7,112	-0.8%

Nguồn: VHC

Bảng 5: Cơ cấu doanh thu T7/2025 và 7 tháng đầu năm 2025 theo các thị trường trọng điểm, VHC

Tỷ đồng	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ
Mỹ	384	504	31.3%	2,156	2,343	8.7%
EU	159	197	23.9%	1,249	1,352	8.2%
Trung Quốc	119	76	-36.1%	758	478	-36.9%
Các thị trường khác	458	494	7.9%	3,008	2,939	-2.3%
Tổng	1,120	1,271	13.5%	7,171	7,112	-0.8%

Nguồn: VHC

Tháng 7/2025: Doanh thu tích cực, sát dự báo; hoạt động nhập khẩu từ Mỹ quay trở lại bình thường

Doanh thu tháng 7/2025 đạt 1.271 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ và 31% so với tháng trước, chủ yếu nhờ tăng trưởng mạnh của mảng cá tra (tăng 22% so với cùng kỳ, tăng 44% so với tháng trước). Doanh thu phụ phẩm đạt 215 tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kỳ, tăng 40% so với tháng trước; doanh thu collagen & gelatin đạt 68 tỷ đồng, giảm nhẹ 4% so với cùng kỳ và 14% so với tháng trước; trong khi doanh thu sản phẩm giá trị gia tăng đạt 8 tỷ đồng, giảm 44% so với cùng kỳ và 30% so với tháng trước.

Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ đạt 504 tỷ đồng, tăng 31% so với cùng kỳ và 44% so với tháng trước; doanh thu xuất khẩu sang EU đạt 197 tỷ đồng, tăng 24% so với cùng kỳ và 26% so với tháng trước. Doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc phục hồi mạnh so với tháng trước, đạt 76 tỷ đồng (tăng 123% so với tháng trước) nhưng vẫn giảm 36% so với cùng kỳ.

Tính chung 7 tháng đầu năm 2025, doanh thu đã bằng 58% dự báo cho cả năm của HSC, sát với dự báo.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Sau khi phân tích KQKD thực hiện nửa đầu năm 2025 của VHC và tác động của thuế đối ứng tại thị trường Mỹ, HSC gần như giữ nguyên các giả định chính về doanh thu từ các sản phẩm chủ lực. Tuy nhiên, do thay đổi trong doanh thu HĐ tài chính, chi phí quản lý & bán hàng và thu nhập khác, chúng tôi tăng 8,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 1.470 tỷ đồng (tăng trưởng 19,2%).

Đối với các năm 2026-2027, HSC điều chỉnh tăng nhẹ dự báo doanh thu, tăng 6,6% cho sản phẩm cá tra và tăng 7,6% cho phụ phẩm, chủ yếu nhờ tăng giả định sản lượng tiêu thụ, theo đó tăng lần lượt 3,6% và 4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 và 2027. Cụ thể, lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo đạt 1.523 tỷ đồng (tăng trưởng 4,2%), sau đó tăng trưởng 13,5% trong năm 2027 đạt 1.729 tỷ đồng.

Bảng 6: Dự báo cũ và mới cho giai đoạn 2025-2027, VHC

HSC điều chỉnh tăng bình quân 5,7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu thuần	12,579	12,504	-0.2%	-0.6%	13,401	13,825	10.6%	3.2%	14,810	15,286	10.6%	3.2%
Lợi nhuận thuần	1,356	1,470	19.2%	8.4%	1,457	1,523	3.6%	4.5%	1,662	1,729	13.5%	4.0%

Nguồn: HSC
Bảng 7: Giá định theo mảng sản phẩm, VHC

HSC tăng bình quân lần lượt 6,6%/7,6% dự báo doanh thu mảng phi lê cá tra và phụ phẩm, chủ yếu trong năm 2026-2027

Tỷ đồng	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Phi lê cá tra	6,614	6,778	-2.5%	2.5%	6,812	7,401	9.2%	8.7%	7,441	8,085	9.2%	8.7%
Phụ phẩm	1,674	1,745	-4.7%	4.3%	1,726	1,888	8.2%	9.4%	1,826	1,996	5.7%	9.3%
Collagen & gelatin	975	975	26.2%	0.0%	1,024	1,024	5.0%	0.0%	1,086	1,086	6.1%	0.0%
Sản phẩm khác	3,316	3,006	0.8%	-9.4%	3,838	3,512	16.8%	-8.5%	4,457	4,119	17.3%	-7.6%

Nguồn: HSC
Bảng 8: Giá định tỷ suất lợi nhuận và tỷ lệ chi phí QL&BH / doanh thu, VHC

Chúng tôi giữ nguyên giả định tỷ suất lợi nhuận gộp & tỷ lệ chi phí QL&BH / doanh thu, nhưng tăng nhẹ giả định tỷ suất LNTT nhờ doanh thu HĐ tài chính tăng

	2025F			2026F			2027F		
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.9%	16.9%	0.0 điểm %	17.0%	17.0%	0.0 điểm %	17.4%	17.3%	-0.1 điểm %
Chi phí QL&BH / Doanh thu	5.3%	5.3%	0.0 điểm %	5.4%	5.4%	0.0 điểm %	5.4%	5.4%	-0.1 điểm %
Tỷ suất LNTT	13.1%	14.3%	1.2 điểm %	13.2%	13.4%	0.2 điểm %	13.6%	13.7%	0.1 điểm %
Tỷ suất lợi nhuận thuần	10.8%	11.8%	1.0 điểm %	11.3%	11.0%	-0.3 điểm %	11.2%	11.3%	0.1 điểm %

Nguồn: HSC
Bảng 9: Dự báo lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2025, VHC

Tỷ đồng	6 tháng đầu năm 2024	6 tháng đầu năm 2025	% so với cùng kỳ	6 tháng cuối năm 2024	6 tháng cuối năm 2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	6,051	5,841	-3.5%	6,484	6,663	2.8%
Giá vốn hàng bán	(5,324)	(4,881)	-8.3%	(5,328)	(5,505)	3.3%
Lợi nhuận gộp	728	960	31.9%	1,156	1,158	0.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12.0%	16.4%		17.8%	17.4%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	133	140	5.6%	173	152	-12.4%
Chi phí QL&BH	(273)	(269)	-1.5%	(363)	(394)	8.5%
Chi phí QL&BH / Doanh thu	4.5%	4.6%		5.6%	5.9%	
Thu nhập thuần khác	21	18	-14.1%	14	18	31.1%
LNTT	610	852	39.7%	882	932	5.6%
Lợi nhuận thuần	484	692	43.0%	746	779	4.4%

Nguồn: HSC

Lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 dự báo đạt 779 tỷ đồng (tăng 4,4% so với cùng kỳ) và doanh thu thuần đạt 6.663 tỷ đồng (tăng 2,8% so với cùng kỳ). Tỷ suất lợi nhuận gộp nửa cuối năm 2025 dự báo đạt mức 17,4%, so với 17,8% trong nửa cuối năm 2024, chủ yếu do chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu giai đoạn tháng 8–12/2025 sẽ thấp hơn so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi lưu ý rằng xuất khẩu trong nửa cuối năm nhiều khả năng sẽ đối mặt với thách thức lớn hơn, do phải cạnh tranh với xuất khẩu cá rô phi từ Trung Quốc trước thời hạn hoãn áp thuế mới được gia hạn đến ngày 10/11 cho Trung Quốc.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 9% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 71.000đ sau khi cập nhật dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027 và áp dụng giả định WACC mới, thấp hơn ở mức 11,8% (từ 13,5%). HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 28% tại giá mục tiêu mới.

HSC giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% nhưng giảm hệ số beta xuống 1,1 (từ 1,4 trước đó – theo cập nhật của Bloomberg). Chúng tôi cũng duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

HSC tóm tắt các tính toán và giả định định giá trong Bảng 10-11. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 12.

Bảng 10: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VHC

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,455	1,614	1,826	1,871	2,029	2,239
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,234	1,385	1,566	1,602	1,738	1,920
Cộng: Khấu hao	484	541	528	550	624	675
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(662)	(848)	(949)	(828)	(815)	(880)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	340	(1,227)	(131)	(498)	(41)	(36)
UFCF	1,395	(148)	1,014	826	1,505	1,679

Nguồn: HSC

Bảng 11: Giả định và tính toán định giá, VHC

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối 2025)	Giá trị (cuối 2026)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%	2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	3,630	3,197
Beta (lần)	1.1	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	10,058	11,224
Chi phí vốn CSH	13.6%	Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	13,688	14,422
Lãi suất bình quân	5.0%	Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	4,119	4,102
Thuế thu nhập doanh nghiệp	12.4%	Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	2,188	1,777
Chi phí nợ sau thuế	4.4%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	15,619	16,240
Tỷ trọng nợ	20.0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	224	224
WACC	11.8%	Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cp	69,600	72,400
		Giá trị hợp lý (giữa năm 2026)	Đồng/cp	71,000	

Nguồn: HSC

Bảng 12: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), VHC

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	71,300	72,600	74,000	75,600	77,400
	3.5%	69,900	71,100	72,400	73,900	75,500
	4.0%	68,700	69,800	71,000	72,300	73,800
	4.5%	67,600	68,600	69,700	70,900	72,200
	5.0%	66,500	67,400	68,400	69,500	70,700

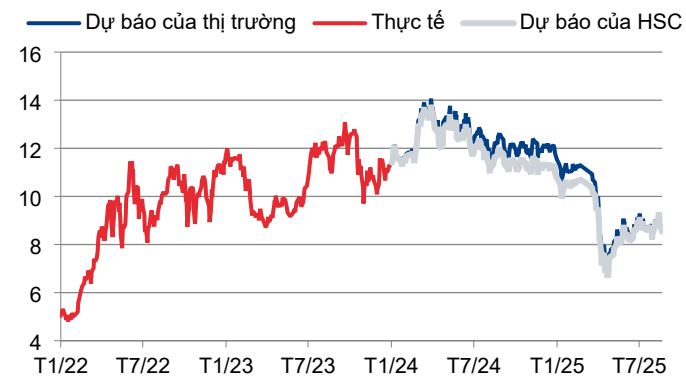
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 3 tháng qua, phản ánh KQKD Q2/2025 tích cực, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần theo dự báo điều chỉnh, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,8 lần.

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHC

VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần (dựa trên ước tính của HSC) ...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VHC

...thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 4 năm là 10,8 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

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	12,504	13,825	15,286
Lợi nhuận gộp	1,493	1,891	2,118	2,354	2,644
Chi phí BH&QL	(524)	(639)	(663)	(740)	(818)
Thu nhập khác	50.0	66.9	56.3	0	0
Chi phí khác	(23.2)	(31.8)	(19.9)	0	0
EBIT	996	1,288	1,492	1,614	1,826
Lãi vay thuần	148	207	292	233	271
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	1,784	1,847	2,097
Chi phí thuế TNDN	(171)	(186)	(221)	(229)	(260)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(54.6)	(77.1)	(91.8)	(95.1)	(108)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	919	1,234	1,470	1,523	1,729
Lợi nhuận thuần ĐC	919	1,234	1,470	1,523	1,729
EBITDA ĐC	1,398	1,744	1,975	2,156	2,354
EPS (đồng)	5,000	6,596	6,551	6,785	7,702
EPS ĐC (đồng)	5,000	6,596	6,551	6,785	7,702
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	1,232	349	(182)
Đầu tư ngắn hạn	2,069	2,340	2,887	3,753	4,879
Phải thu khách hàng	1,578	2,207	2,175	2,300	2,602
Hàng tồn kho	3,763	2,911	2,789	3,804	3,714
Các tài sản ngắn hạn khác	245	213	226	274	279
Tổng tài sản ngắn hạn	7,888	8,241	9,309	10,480	11,291
TSCĐ hữu hình	3,081	3,059	3,301	3,672	4,158
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	393	383	363
Tổng tài sản dài hạn	4,054	4,008	4,198	4,531	4,966
Tổng cộng tài sản	11,943	12,249	13,507	15,010	16,257
Nợ ngắn hạn	2,157	2,277	1,777	1,777	1,277
Phải trả người bán	309	272	364	370	391
Nợ ngắn hạn khác	617	544	676	723	757
Tổng nợ ngắn hạn	3,233	3,193	3,007	3,046	2,608
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	3,061	3,099	2,662
Vốn chủ sở hữu	8,348	8,683	10,036	11,405	12,981
Lợi ích cổ đông thiểu số	244	319	411	506	614
Tổng vốn chủ sở hữu	8,591	9,002	10,446	11,911	13,595
Tổng nợ phải trả và VCSH	11,943	12,249	13,507	15,010	16,257
BVPS (đ)	44,629	38,685	44,712	50,813	57,836
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,026	1,707	545	1,428	1,459

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	996	1,288	1,492	1,614	1,826
Khấu hao	(402)	(456)	(484)	(541)	(528)
Lãi vay thuần	148	207	292	233	271
Thuế TNDN đã nộp	(315)	(259)	(221)	(229)	(260)
Thay đổi vốn lưu động	(470)	742	340	(1,227)	(131)
Khác	(67.0)	(114)	9.23	(55.4)	82.0
LCT thuần từ HKKD	546	2,113	2,103	644	2,045
Đầu tư TS dài hạn	(677)	(705)	(662)	(848)	(949)
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	461	442	483
LCT thuần từ HĐĐT	(793)	(863)	(201)	(406)	(466)
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)	(1,240)	(1,121)	(2,111)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(72.5)	(912)	(1,240)	(1,121)	(2,111)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	554	233	570	1,232	349
LCT thuần trong kỳ	(320)	338	662	(883)	(531)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.58)	(0.71)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	232	570	1,232	349	(182)
Dòng tiền tự do	(131)	1,408	1,441	(204)	1,096

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	16.9	17.0	17.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.9	13.9	15.8	15.6	15.4
Tỷ suất LNT (%)	9.16	9.84	11.8	11.0	11.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.0	12.4	12.4	12.4	12.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	(24.2)	24.9	(0.25)	10.6	10.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(45.9)	24.7	13.3	9.14	9.19
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(53.5)	34.2	19.2	3.57	13.5
Tăng trưởng EPS (%)	(53.6)	31.9	(0.67)	3.57	13.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(53.6)	9.93	19.2	3.57	13.5
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.0	30.3	30.5	29.5	26.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.6	14.5	15.7	14.2	14.2
ROACE (%)	12.0	14.5	15.3	14.4	14.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.85	1.04	0.97	0.97	0.98
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.55	1.64	1.41	0.40	1.12
Số ngày tồn kho	161	99.8	98.0	121	107
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	5.69	12.8	11.5
Nợ/tài sản (%)	19.1	18.9	13.3	12.0	8.08
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	1.33	0.91	0.84	0.56
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.44	2.58	3.10	3.44	4.33
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.24	1.13	1.04	1.01	0.91
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.90	8.15	6.61	6.46	5.93
P/E (lần)	11.1	8.44	8.50	8.21	7.23
P/E ĐC (lần)	11.1	10.1	8.50	8.21	7.23
P/B (lần)	1.25	1.44	1.25	1.10	0.96
Lợi suất cổ tức (%)	3.59	3.59	3.59	3.59	3.59

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