

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

KHẢ QUAN +15,9%

Nghành	Nông nghiệp
Ngày báo cáo	13/10/ 2025
Giá hiện tại	56.500 VND
Giá mục tiêu	63.500 VND
Giá mục tiêu gần nhất	81.700 VND
TL tăng	+12,4%
Lợi suất cổ tức	3,5%
Tổng mức sinh lời	+15,9%

GT vốn hóa	12,7 nghìn tỷ đồng
Room KN	10,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	50 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	224,5tr
Pha loãng	224,5tr

	<u>VHC</u>	<u>VNI</u>
P/E (trượt)	8,9x	16,2x
P/B (ht)	1,4x	2,0x
ROE	14,4%	13,3%
ROA	10,1%	2,0%

Tổng quan Công ty

CTCP Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới chuyên nuôi trồng thủy sản, collagen & gelatin (C&G). Các thị trường chính của công ty bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. Chúng tôi ước tính các sản phẩm của VHC chiếm khoảng 45% lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ và hầu hết lượng C&G xuất khẩu từ Việt Nam trong năm 2024.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thảo Nguyên
Chuyên viên

Hoàng Nam
Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	12.513	13.793	14.863	17.050
% YoY	24,7%	10,2%	7,8%	14,7%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.226	1.350	1.498	1.537
% YoY	33,4%	10,1%	11,0%	2,6%
EPS	33,4%	10,1%	11,0%	2,6%
Biên LN gộp	15,1%	13,5%	14,5%	13,4%
Biên LN từ HĐKD	9,9%	9,4%	9,3%	7,9%
Biên EBITDA	13,6%	13,2%	13,0%	11,4%
Biên LN ròng	9,8%	9,8%	10,1%	9,0%
Giá CP/Dòng tiền hoạt động	6,1x	9,1x	8,5x	8,6x
EV/EBITDA	7,9x	7,4x	6,9x	6,9x
P/E	10,6x	9,5x	8,5x	8,7x
P/B	1,5x	1,3x	1,2x	1,1x
ROE	14,4%	14,8%	14,8%	13,6%

Lợi nhuận tăng trưởng nhẹ trong năm 2025; triển vọng vững chắc trong trung hạn

- Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) từ MUA xuống KHẢ QUAN. Dù cho lợi nhuận trong năm 2025 đã phải chịu sức ép từ những tác động của thuế quan Mỹ và việc tái tích trữ cá nguyên liệu với chi phí cao, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi nhờ nguồn cung cá đạt chuẩn kích thước xuất khẩu trở lại mức bình thường, và xu hướng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc sang các thị trường giá trị cao hơn. Trong trung hạn, vị thế dẫn đầu của VHC tại Mỹ và Châu Âu, lợi thế giá so với cá rô phi (tilapia) của Trung Quốc và Brazil, cùng việc cắt giảm hạn ngạch đối với cá biển thịt trắng, sẽ giúp tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu phi-lê đông lạnh đạt 10% trong giai đoạn 2024-29.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 24% giá mục tiêu xuống mức 62.500 đồng/CP, chủ yếu do điều chỉnh giảm 35% tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS trong giai đoạn 2025-29, thay đổi lần lượt -10%/-26%/-42%/-41%/-38% trong năm 2025/26/27/28/29.
- Với mức giá mục tiêu này, P/E dự phóng năm 2025/26 lần lượt ở mức 10,5x/9,4x so với P/E trượt trung bình 5 năm 11,6x và CAGR EPS giai đoạn 2024-29 là 14%.
- **Yếu tố hỗ trợ/rủi ro:** Khối lượng xuất khẩu cao hơn kỳ vọng/tiêu thụ cá tra toàn cầu và ASP thấp hơn kỳ vọng.

Thuế quan từ Mỹ và thách thức từ thị trường gây sức ép lên lợi nhuận trong năm 2025; kỳ vọng phục hồi từ năm 2026: Đà xuất khẩu giảm của VHC đã được báo hiệu trước bởi hiện tượng

“front-loading” (bổ sung hàng trước) trước khi Mỹ công bố mức thuế quan 20% cho Việt Nam, khiến mùa đặt hàng cao điểm chuyển dịch từ quý 3 sang quý 2, điều này giải thích cho việc doanh thu tại Mỹ tháng 8/2025 giảm 24% YoY sau khi kết thúc hiện tượng này. Mức độ cạnh tranh cũng gia tăng sau khi thuế chống bán phá giá cá tra POR20 được công bố vào tháng 6/2025, qua đó nhiều nhà xuất khẩu được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0%, làm giảm mức độ tăng trưởng tiềm năng của VHC tại thị trường Mỹ. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 6,4% dự báo doanh thu trong năm 2025, phản ánh sản lượng xuất khẩu sang Mỹ chững lại và nhu cầu từ Trung Quốc kém khả quan. Từ năm 2026 trở đi, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu của VHC sẽ phục hồi khi (1) nhu cầu trở về mức bình thường và tác động từ thuế được hấp thụ, và (2) VHC dịch chuyển khỏi Trung Quốc, nhắm sang các thị trường giá trị cao khác.

Biên lợi nhuận mỏng phi-lê đông lạnh chịu áp lực do tái tích trữ cá nguyên liệu ở mức giá cao:

Chúng tôi điều chỉnh giảm từ 12,5% xuống 10,7% đối với dự báo biên lợi nhuận gộp mảng phi-lê đông lạnh trong năm 2025. Tồn kho cá nguyên liệu đang ở mức thấp, thúc đẩy hoạt động tái tích trữ với mức giá cao hơn 8% YoY (tính đến tháng 8/2025), gây áp lực lên biên lợi nhuận của VHC, trong khi rủi ro thiếu hụt cá đạt chuẩn kích thước xuất khẩu khiến công ty giảm lượng hàng được giao. Chúng tôi kỳ vọng tình trạng thiếu hụt sẽ giảm kể từ năm 2026 khi nguồn cung bắt kịp nhu

cầu xuất khẩu; đợt tái tích trữ hiện tại sẽ đáp ứng mức tăng trong nhu cầu đối với kích thước cá xuất khẩu, dù kích thước lớn có nhiều khả năng vẫn khan hiếm.

Nhu cầu tiêu dùng dịch chuyển sang cá tra, kết hợp với lợi thế dẫn đầu tại các thị trường giá trị cao, tạo động lực duy trì vị thế vững chắc của VHC trong trung hạn: Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu phi-lê đông lạnh đạt 10% trong giai đoạn 2024-2029, được dẫn dắt bởi (1) thị phần dẫn đầu của VHC tại các thị trường giá trị cao như Mỹ và Châu Âu, phản ánh vị thế cạnh tranh vững chắc tại các thị trường này; (2) lợi thế giá tại Mỹ khi so với cá rô phi Trung Quốc và Brazil nhờ chênh lệch thuế và định vị giá trị, qua đó củng cố việc cá tra như một lựa chọn thay thế với giá tốt hơn; và (3) nguồn cung cá biển thịt trắng giảm cùng mức giá kỷ lục, mở thêm cơ hội thay thế và thị phần tại Châu Âu của VHC.

Thuế quan và thách thức thị trường gây áp lực lên năm 2025; lợi thế về giá và cơ hội mở rộng thị trường của VHC tạo nền tảng cho sự phục hồi sau năm 2025

Thuế quan và thách thức thị trường khiến xuất khẩu trong nửa cuối năm 2025 chững lại, nhưng lợi thế giá tại Mỹ vẫn là điểm tựa cho triển vọng trong trung hạn. Chúng tôi dự kiến tăng trưởng sản lượng xuất khẩu sang Mỹ trong nửa cuối năm 2025 sẽ chững lại do mức thuế 20% đã công bố vào tháng 8, trong khi giá cá nguyên liệu tăng cùng với lượng tồn kho đã bổ sung trước đó, khiến hoạt động đặt hàng thận trọng hơn. Tuy nhiên, lợi thế chiến lược của VHC tại thị trường Mỹ vẫn đứng vững giữa các khó khăn hiện tại khi công ty tiếp tục dẫn đầu với vai trò là nhà xuất khẩu hàng đầu. Ngay cả với mức thuế 20%, cá tra Việt Nam vẫn là lựa chọn với giá tốt nhất trong top 3 loại cá tiêu thụ nhiều nhất tại Mỹ, trong khi cá rô phi Trung Quốc và Brazil chịu mức thuế cao hơn lần lượt là 75% và 50%. Lợi thế tương đối về giá này, theo ước tính tại Hình 1, sẽ tiếp tục thúc đẩy chuyển dịch tiêu thụ sang cá tra vì phương án chi phí tốt hơn. Ngoài ra, theo một số nhà xuất khẩu cá tra, người tiêu dùng Mỹ đang tiêu thụ mạnh lượng tồn kho trước thuế, cho thấy nhu cầu tại thị trường này vẫn lớn và bền vững. Diễn biến này ủng hộ chiến lược tiếp tục tập trung mạnh vào thị trường Mỹ của VHC, khi sức tiêu thụ ổn định được kỳ vọng sẽ hấp thụ tác động của thuế sau các điều chỉnh ngắn hạn.

Hình 1: Giá cá tra Việt Nam, cá rô phi Trung Quốc và Brazil sau mức thuế quan của Mỹ

	Cá tra Việt Nam	Cá rô phi TQ	Cá rô phi Brazil
Giá trước thuế	2,8 USD/kg	2,5 USD/kg	2,7 USD/kg
Thuế quan	20%	75%	50%
Giá nhập khẩu cuối cùng	3,4 USD/kg	4,4 USD/kg	4,0 USD/kg

Nguồn: Agromonitor, VASEP, tổng hợp và ước tính của Vietcap

Nhu cầu tại Trung Quốc vẫn ở mức thấp, chưa có dấu hiệu trở lại quỹ đạo bình thường trong nửa cuối năm 2025, tiếp tục gây áp lực lên xuất khẩu phi-lê đông lạnh. Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc của VHC trong năm 2025 giảm 35% YoY do (1) các doanh nghiệp nhập khẩu Trung Quốc vẫn thận trọng khi tồn kho cao và tốc độ hấp thụ chậm; (2) cạnh tranh gia tăng khi cá rô phi Trung Quốc chuyển hướng về thị trường trong nước sau khi thuế quan Mỹ tăng; (3) xu hướng tiêu thụ cá minh thái Nga chế biến tăng lên (theo VASEP); và (4) các chiến dịch truyền thông cho các sản phẩm nội địa được đẩy mạnh làm suy giảm mức tiêu thụ cá tra. Dù giá cá tra có xu hướng hỗ trợ tăng nhẹ vào cuối 2025, chúng tôi dự kiến mức phục hồi khiêm tốn với đóng góp doanh thu hạn chế, do tỷ trọng của thị trường Trung Quốc hiện tại đã khá nhỏ trong cơ cấu doanh thu của VHC.

Thiếu hụt nguồn cung và giá cao kỷ lục đối với cá biển thịt trắng, mở ra dư địa lớn tại Châu Âu cho VHC. Nguồn cung cá biển thịt trắng vẫn đang trong xu hướng thắt chặt mang tính cấu trúc: hạn ngạch đánh bắt siết mạnh, nguồn cung tự nhiên eo hẹp và sản lượng đánh bắt cá tuyết, cá minh thái và haddock suy giảm, đã đẩy giá lên mức cao kỷ lục. Do đó, tiêu thụ tại Châu Âu đang dịch chuyển sang cá tra Việt Nam làm lựa chọn tiêu thụ thay thế, do nguồn cung lớn và ổn định hơn với mức giá cạnh tranh. VHC, hiện là doanh nghiệp xuất khẩu sang Châu Âu dẫn đầu, ghi nhận kết quả trong 8T 2025 tích cực với sản lượng và giá trị đều tăng 18% YoY. Chúng tôi nhận thấy còn dư địa để VHC tiếp tục gia tăng thị phần và nâng cấp cơ cấu sản phẩm tại Châu Âu trong trung hạn, qua đó bù đắp cho biến động tại thị trường Mỹ và hỗ trợ doanh thu phi-lê đông lạnh.

Hình 2: Nguồn cung và xu hướng giá cá biển thịt trắng

Loại	Xu hướng nguồn cung	Giá, USD/tấn
Cá tuyết Bắc Cực	Hạn ngạch khai thác cho phép (TAC) năm 2025 giảm 25% xuống mức thấp nhất trong hơn 30 năm, và hiện Na Uy đã sử dụng khoảng 90% hạn ngạch. Hội đồng Quốc tế về Khai thác Biển (ICES) khuyến nghị cắt giảm thêm 21% TAC đối với cá tuyết Biển Barents cho năm 2026 do nguồn cung hạn chế.	9.000-9.500 (giá kỳ lục)
Cá haddock Bắc Cực	ICES đề xuất tăng 18% TAC cho cá haddock vào năm 2026, đánh dấu sự phục hồi nhẹ sau chuỗi cắt giảm liên tục từ năm 2022.	6.000-6.450 (giá tăng)
Cá minh thái Nga	Sản lượng khai thác đã đạt khoảng 1,6 triệu tấn, nhiều hơn so với năm trước, trong khi sản lượng 1,2 triệu tấn của Alaska giảm nhẹ nhưng vẫn phù hợp với mức trung bình các năm gần đây.	1.530-1.550 (giá kỳ lục)
Cá tuyết Thái Bình Dương	Với tổng năng lực sản xuất thấp hơn, Alaska đã khai thác hơn 110.000 tấn, giảm so với năm 2024, trong khi Nga duy trì mức tương tự so với năm ngoái.	7.000

Nguồn: Agromonitor, Havforskningsinstituttet, Vietcap tổng hợp

KQKD nửa đầu năm 2025: KQKD thấp hơn kỳ vọng dù lợi nhuận tăng 158% QoQ

Hình 3: KQKD nửa đầu năm 2025 của VHC

Tỷ đồng	Q2 2025	YoY	QoQ	H1 2024	H1 2025	YoY	6T 2025/ Dự báo 2025 cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	3.194	0%	21%	6.051	5.841	-3%	40%	* Doanh thu thấp hơn kỳ vọng, chịu tác động bởi việc bán sang Trung Quốc chững lại, dù được bù đắp bởi tăng trưởng mạnh ở Mỹ và châu Âu..
* Theo thị trường								
- Mỹ	1.153	10%	68%	1.771	1.839	4%		* Tăng trưởng mạnh nhờ front-loading đơn hàng trước khi thuế quan Mỹ áp dụng.
- Châu Âu	579	8%	1%	1.090	1.155	6%		* Chuyển hướng giao hàng sang các thị trường giá trị cao để bù đắp cho sự suy giảm tại các thị trường khác.
- Trung Quốc & Hong Kong	185	-38%	-15%	639	402	-37%		* (1) Tiêu thụ chậm; (2) đẩy mạnh bán sang Mỹ để tận dụng nhu cầu trước thuế trong ngắn hạn.
- Các thị trường khác	416	-5%	19%	828	765	-8%		
- Việt Nam	859	-7%	5%	1.734	1.676	-3%		
* Theo sản phẩm								
- Collagen & gelatin	236	8%	45%	457	399	-13%		
- Phile đông lạnh & khác	2.850	0%	23%	5.240	5.168	-1%		
- Sản phẩm từ gạo	106	-44%	-35%	365	270	-26%		
Lợi nhuận gộp	623	33%	85%	735	960	31%	44%	
Bán hàng & quản lý (SG&A)	-146	2%	19%	-276	-269	-2%	34%	
Lợi nhuận từ HĐKD	477	47%	123%	459	691	51%	50%	
LNTT	598	52%	135%	614	852	39%	49%	
LNST sau lợi ích CĐTS	499	59%	158%	488	692	42%	46%	
Biên lợi nhuận gộp	19,5%			12,1%	16,4%			* Biên LN gộp cải thiện, được dẫn dắt bởi ASP phi-lê cá tra đạt 2,9 USD/kg (+3,2% YoY) trong 6T 2025 và biên lợi nhuận tốt hơn tại các thị trường xuất khẩu giá trị cao. Đáng chú ý, biên xuất khẩu tại Châu Âu tích cực, với ASP tăng 68% YoY trong 6T 2025.
SG&A/doanh thu	4,6%			4,6%	4,6%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	14,9%			7,6%	11,8%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	15,6%			8,1%	11,8%			

Nguồn: VHC, dự báo của Vietcap (*Cơ cấu doanh thu theo thị trường và sản phẩm dựa trên KQKD sơ bộ của VHC, trong đó số liệu tổng doanh thu có thể khác một chút so với con số chính thức)

Dự báo năm 2025: Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo do doanh thu và sản lượng phile đông lạnh chững lại, biên LN gộp giảm vì tái tích trữ với giá cao

Hình 4: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	KQ 2024	Dự báo 2025 mới	YoY	So với dự báo cũ	Nhận định của Vietcap đối với dự báo năm 2025 mới
Doanh thu	12.513	13.793	10,2%	-6,4%	
- C&G	772	1.006	30,3%	1,3%	
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan	11.033	11.796	10,3%	-8,0%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo do biến động xuất khẩu, chủ yếu khi dự kiến xuất khẩu sang Mỹ trong nửa cuối năm 2025 chững lại sau khi thuế được áp vào tháng 8/2025.
- Tăng trưởng sản lượng phile	29,5%	11,4%			* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng sản lượng trong năm 2025 (trước đây là 18%) chủ yếu do (1) tín hiệu sản lượng xuất khẩu sang Mỹ yếu đi trong 2 tháng đầu nửa cuối năm 2025 và (2) nhu cầu tại Trung Quốc tiếp tục kém khả quan dù bước vào mùa lễ hội từ tháng 10. Với xuất khẩu trong nửa đầu năm 2025 giảm mạnh, chúng tôi hiện dự kiến sản lượng xuất sang Trung Quốc giảm 35% YoY trong năm 2025.
<i>Tăng trưởng giá bán phile trung bình</i>	-9,8%	-1,0%			
- Các sản phẩm gạo (Sa Giang)	708	991	40,0%	7,7%	
Lợi nhuận gộp	1.895	1.865	-1,6%	-14,3%	
- C&G ¹	263	346	31,6%	3,7%	
- Phí lẻ đông lạnh và các sản phẩm liên quan ¹	1.445	1.257	-13,0%	-21,6%	
- Sa Giang ¹	187	262	40,0%	8,8%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.241	1.293	4,2%	-7,1%	
Các khoản mục ngoài HĐKD	244	313	28,2%	-9,6%	
LNTT	1.485	1.606	8,2%	-7,6%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.226	1.350	10,1%	-9,7%	
Biên lợi nhuận gộp	15,1%	13,5%			
- C&G ¹	34,1%	34,4%			* Chúng tôi điều chỉnh giảm từ 12,5% xuống 10,7%, phản ánh áp lực biên do nguồn cá nguyên liệu thắt chặt, phản ánh qua việc tồn kho cá nguyên liệu toàn thị trường giảm 75% YoY trong 8T 2025.
- Phile đông lạnh & khác ¹	13,1%	10,7%			
- Sa Giang ¹	26,5%	26,5%			
					Dù tồn kho thấp, sản lượng thu hoạch vẫn ổn định, có thể là do tỷ lệ hao hụt khi thu hoạch tăng do bùng phát dịch bệnh. Nhằm bù đắp, VHC và các nhà sản xuất khác đẩy mạnh tái tích trữ bên ngoài, trong khi giá cá nguyên liệu tăng mạnh +8% YoY (tính đến tháng 8/2025).
					Ngoài ra, việc tích trữ sớm của các doanh nghiệp nhập khẩu trước mốc áp thuế tháng 8 đã dịch chuyển đỉnh xuất khẩu sang quý 2, có khả năng làm suy yếu nhu cầu trong nửa cuối năm. Cùng với việc thiếu hụt nguồn cung cá với kích thước đạt tiêu chuẩn xuất khẩu, các yếu tố này tiếp tục gây thêm áp lực lên biên lợi nhuận.
Chi phí SG&A/doanh thu	5,2%	4,1%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	9,9%	9,4%			
Biên lợi nhuận ròng	9,8%	9,8%			

Nguồn: VHC, Vietcap; ¹ ước tính của Vietcap

Định giá

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm 22% giá mục tiêu, phù hợp với mức giảm 35% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi (tương ứng --10%/-26%/-42%/-41%/-38% trong dự báo các năm 2025/2026/2027/2028/2029).

Chúng tôi duy trì cơ cấu 50/50 giữa các phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) và phương pháp tổng của từng phần (SoTP) dựa trên EV/EBITDA để định giá VHC. Theo quan điểm của chúng tôi, tỷ lệ cân bằng giữa 2 phương pháp này là hợp lý do đặc điểm cơ bản khác nhau của các mảng kinh doanh của VHC cũng như mức tăng trưởng lợi nhuận không ổn định của công ty chủ yếu được thúc đẩy bởi hoạt động kinh doanh xuất khẩu phile truyền thống vốn dễ bị ảnh hưởng bởi các yếu tố bên ngoài.

Định giá CKDT của chúng tôi đưa ra ước tính giá trị hợp lý cao hơn đáng kể so với phương pháp SoTP dựa trên EV/EBITDA của chúng tôi, mà chúng tôi cho là do khả năng phản ánh tốt hơn những cải thiện dự kiến của chúng tôi trong vốn lưu động của VHC và tăng trưởng thu nhập dài hạn mạnh mẽ của công ty. Cụ thể, về vốn lưu động, trong giai đoạn đầy thách thức năm 2023 đối với ngành xuất khẩu cá tra, hàng tồn kho của VHC đã tăng đáng kể, trong khi đó, công ty phải gia hạn các điều khoản tín dụng để hỗ trợ khách hàng, làm suy yếu vốn lưu động của công ty. Chúng tôi kỳ vọng tình hình này sẽ đảo chiều từ năm 2024 trong bối cảnh động lực cung-cầu thuận lợi hiện tại.

Hình 5: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)	Đóng góp giá trị/cổ phiếu (đồng)
CKDT	50%	83.131	41.566
Tổng của từng phần	50%	43.818	21.909
Giá mục tiêu			63.500
P/E năm 2025/2026 theo giá mục tiêu			10,7x/9,6x
EV/EBITDA năm 2025/2026 theo giá mục tiêu			7,5x/7,0x

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận từ HĐKD	1.820	1.967	2.031	2.388	3.051
- Thuế	-192	-202	-188	-205	-271
+ Chiết khấu	521	555	585	612	639
- Vốn XDCB	-414	-446	-375	-386	-324
- Thay đổi vốn lưu động	-518	-601	-617	-561	-559
Dòng tiền tự do (DTTD)	1.217	1.273	1.435	1.848	2.536
Giá trị hiện tại (GHTT) của DTTD	1.141	1.050	1.040	1.178	1.421
GHTT lũy kế của DTTD	1.141	2.191	3.231	4.409	5.830

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	1,2	1,2
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí vốn cổ phần %	15,9	15,9
Chi phí nợ vay %	6,0	6,0
Thuế doanh nghiệp %	15,0	15,0
Nợ vay/vốn %	20,0	20,0
WACC %	13,7	13,7
Tăng trưởng giá trị cuối %	3,0	3,0

Chiết khấu dòng tiền	Tỷ đồng
GHTT của DTTD	5.830
GHTT của giá trị cuối (GTC)	12.628
GTGT của DTTD và GTC	18.458
+ Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	2.910
- Nợ vay	2.277
- Lợi ích CĐTS	432
Giá trị vốn CSH	18.659
SL CP pha loãng (triệu)	224,5
Giá trị CKDT/CP (đồng)	83.131

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu của chúng tôi cho VHC liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng giá trị cuối, các yếu tố khác không thay đổi

		WACC				
Tốc độ tăng trưởng cuối		11,7%	12,7%	13,7%	14,7%	15,7%
	1,0%	65.800	61.900	58.600	55.800	53.300
	2,0%	69.200	64.600	60.800	57.600	54.900
	3,0%	73.400	67.900	63.500	59.800	56.700
	4,0%	78.700	72.000	66.700	62.400	58.800
	5,0%	85.500	77.100	70.600	65.500	61.300

Nguồn: Vietcap

Hình 8: Định giá tổng của từng phần

Tỷ đồng	Dự báo EBITDA năm 2025 điều chỉnh*	EV/ EBITDA mục tiêu (x)	Tỷ lệ sở hữu của VHC	EV mục tiêu, đóng góp cho VHC	Lưu ý đối với EV/EBITDA của Vietcap
Collagen & gelatin	546	7,0	100%	3.824	* Chúng tôi thay đổi EV/EBITDA mục tiêu từ mức 8,5x trước đây do nâng lãi suất chiết khấu nhằm phản ánh rủi ro vốn cổ phần tại Việt Nam. Mức EV/EBITDA mục tiêu này thấp hơn so với giá trị giao dịch trung bình là 11,7 lần đối với các công ty thực phẩm bổ sung toàn cầu ở thị trường tầm trung, theo báo cáo Ngành Sức khỏe trong bối cảnh kinh tế bất ổn của ngân hàng đầu tư Mỹ Capstone Headwaters, tháng 10/2023. Điều này phản ánh rủi ro vốn cổ phần của Việt Nam.
Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan	1.108	4,9	100%	5.429	* Chúng tôi duy trì EV/EBITDA mục tiêu ở mức 6,0x – thấp hơn 30% so với EV/EBITDA trung bình 5 năm giai đoạn 2014–2019 của VHC là 7,0x – để phản ánh rủi ro vốn cổ phần tại Việt Nam. * Theo quan điểm của chúng tôi, định giá thị trường của VHC trước năm 2020 không bao gồm mảng C&G của công ty do đóng góp lợi nhuận không đáng kể. Diễn biến giá cổ phiếu của VHC và việc thiếu các công ty cùng ngành có thể so sánh trong khu vực là lý do khiến chúng tôi chọn kết quả EV/EBITDA của VHC thay vì EV/EBITDA của các công ty cùng ngành.
Sa Giang	209	5,6	77%	897	* Chúng tôi điều chỉnh mục tiêu EV/EBITDA chiết khấu từ mức 6,8x trước đây để phản ánh rủi ro vốn cổ phần tại Việt Nam. Chúng tôi tin rằng mục tiêu EV/EBITDA cao hơn mục tiêu EV/EBITDA của mảng phi lê đông lạnh là hợp lý vì Sa Giang chiếm 80% thị phần trên thị trường bánh phồng tôm Việt Nam.
Tổng giá trị doanh nghiệp				10.150	
Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn – nợ vay – lợi ích CĐTS				315	
Tổng giá trị vốn sở hữu				9.835	
SL cổ phiếu (triệu)				224,5	
Giá trị/CP (đồng)				43.818	

Nguồn: VHC, Vietcap (* Điều chỉnh theo khoản đóng góp vào quỹ khen thưởng & phúc lợi, chiếm 5% LNST sau lợi ích CĐTS hàng năm, theo dự báo của chúng tôi)

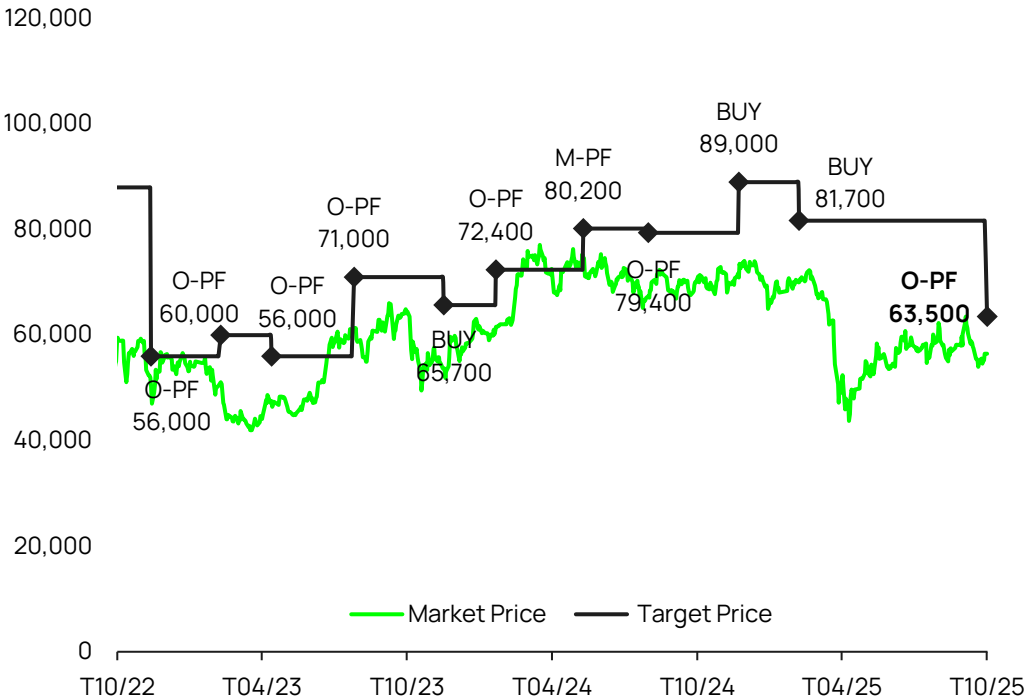
Hình 9: Các công ty cùng ngành cá và hải sản Việt Nam

Công ty	Mã CK	GTVH (triệu USD)	DT trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	Nợ ròng/ VCSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/B quý gần nhất (x)	P/E trượt (x)	EV/ EBITDA trượt (x)
CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	MPC	260	588	37	-8	-101	66.6	-4.2	-2.0	1.4	-	29.6
CTCP Nam Việt	ANV	283	218	11	20	5247	62.0	16.3	9.9	2.3	15.0	9.3
CTCP Hùng Vương	HVG	12	177	-49	-46	-	333.5	-80.5	-13.0	0.4	-	-
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI	90	277	-1	4	115	155.2	3.3	1.3	0.7	21.3	10.9
CTCP Thực phẩm Sao Ta	FMC	97	318	36	12	7	36.6	14.7	7.3	1.2	8.6	5.4
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	24	74	57	1	66	91.0	1.8	0.8	0.8	42.1	18.8
CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	ABT	33	25	10	6	97	23.3	25.5	19.8	1.5	6.2	2.8
Trung vị		90	218	11	4	82	66.6	3.3	1.3	1.2	15.0	10.1
Trung bình		114	239	14	-2	905	109.7	-3.3	3.4	1.2	18.6	12.8
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC	482	484	11	55	98	25.3	14.4	10.1	1.4	8.9	5.0

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu cập nhật đến ngày 13/10/2025)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 10: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

Q/LN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	12.513	13.793	14.863	17.050
Giá vốn hàng bán	-10.618	-11.928	-12.702	-14.762
Lợi nhuận gộp	1.895	1.865	2.161	2.288
Chi phí bán hàng	-297	-290	-342	-409
Chi phí quản lý DN	-358	-282	-435	-526
LN thuần HĐKD	1.241	1.293	1.384	1.352
Doanh thu tài chính	423	489	544	641
Chi phí tài chính	-217	-214	-228	-257
Trong đó, chi phí lãi vay	-73	-76	-79	-86
Lợi nhuận từ công ty LDLK	2	3	3	3
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	35	35	35	35
LNTT	1.485	1.606	1.739	1.774
Thuế TNDN	-182	-192	-202	-188
LNST trước CĐTS	1.303	1.414	1.537	1.586
Lợi ích CĐTS	-76	-64	-39	-48
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.226	1.350	1.498	1.537
LNST sau CĐTS, cốt lõi	1.226	1.350	1.498	1.537
EBITDA	1.697	1.815	1.939	1.938
EPS báo cáo, VND	5.463	6.015	6.674	6.849
DPS, VND	2.000	2.000	1.500	1.500
DPS/EPS (%)	36,6%	33,8%	22,6%	23,1%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	24,7%	10,2%	7,8%	14,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	28,1%	4,2%	7,0%	-2,3%
Tăng trưởng LNTT	29,7%	8,2%	8,3%	2,0%
Tăng trưởng EPS điều	33,4%	10,1%	11,0%	2,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	15,1%	13,5%	14,5%	13,4%
Biên LN từ HĐ %	9,9%	9,4%	9,3%	7,9%
Biên EBITDA %	13,6%	13,2%	13,0%	11,4%
Biên LNST sau CĐTS %	9,8%	9,8%	10,1%	9,0%
ROE %	14,4%	14,8%	14,8%	13,6%
ROA %	10,1%	10,5%	10,5%	9,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	115	98	105	101
Số ngày phải thu	55	61	62	61
Số ngày phải trả	11	11	13	13
TG luân chuyển tiền	159	148	154	149
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,6	2,7	3,0	3,0
CS thanh toán nhanh	1,7	1,7	1,9	2,0
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn CSH	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Khả năng thanh toán lãi	16,9	17,0	17,4	15,7

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	570	628	677	777
Đầu tư TC ngắn hạn	2.340	2.869	3.524	4.562
Các khoản phải thu	2.201	2.388	2.655	2.998
Hàng tồn kho	2.915	3.471	3.870	4.295
TS ngắn hạn khác	213	234	253	290
Tổng TS ngắn hạn	8.238	9.590	10.979	12.922
TS dài hạn (gộp)	6.025	6.438	6.884	7.259
- Khấu hao lũy kế	-2.500	-2.988	-3.509	-4.062
TS dài hạn (ròng)	3.525	3.451	3.376	3.197
Đầu tư TC dài hạn	69	69	69	69
TS dài hạn khác	402	477	471	468
Tổng TS dài hạn	3.996	3.997	3.916	3.735
Tổng Tài sản	12.234	13.587	14.895	16.657
Phải trả ngắn hạn	272	453	482	561
Nợ ngắn hạn	2.277	2.439	2.470	2.871
Nợ ngắn hạn khác	635	700	754	865
Tổng nợ ngắn hạn	3.184	3.592	3.707	4.296
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	57	57	57	57
Tổng nợ	3.241	3.648	3.763	4.353
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	264	264	264	264
Thặng dư vốn cổ phần	2.245	2.245	2.245	2.245
Lợi nhuận giữ lại	6.175	7.147	8.632	10.718
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	318	382	421	470
Vốn chủ sở hữu	8.994	9.939	11.131	12.304
Tổng cộng nguồn vốn	12.234	13.587	14.895	16.657
CPI lưu hành cuối năm (triệu)	224,5	224,5	224,5	224,5

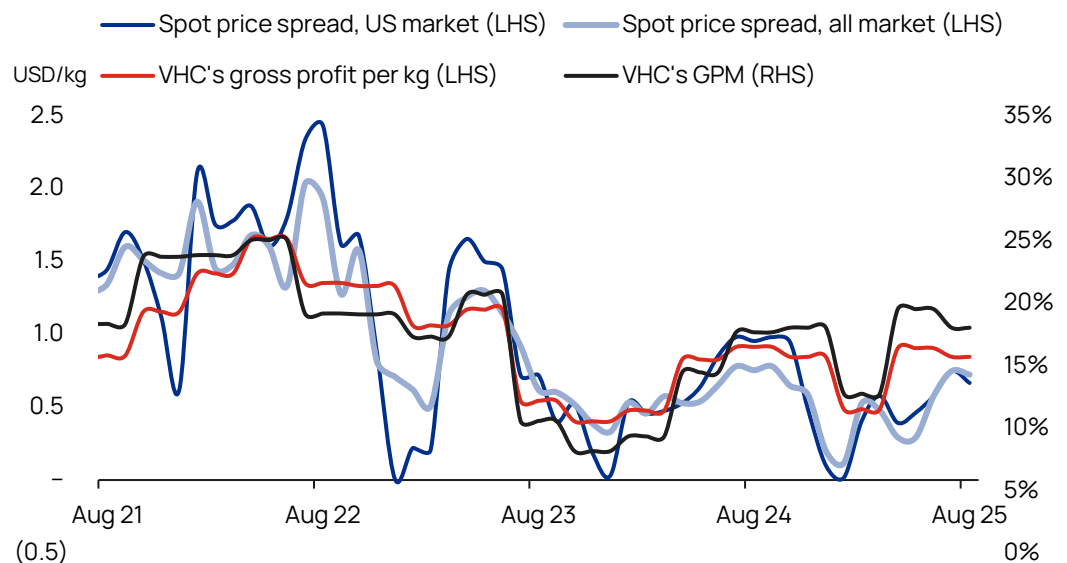
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	233	570	628	677
Lợi nhuận sau thuế	1.226	1.350	1.498	1.537
Khấu hao	456	521	555	585
Thay đổi vốn lưu động	90	-518	-601	-617
Điều chỉnh khác	301	44	31	-28
Tiền từ hoạt động KD	2.073	1.397	1.484	1.477
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-675	-414	-446	-375
Đầu tư, ròng	-180	-637	-684	-1.066
Tiền từ HĐ đầu tư	-855	-1.051	-1.129	-1.441
Cổ tức đã trả	-898	-449	-337	-337
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	120	162	31	401
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-102	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-880	-287	-305	64
Tổng lưu chuyển tiền tệ	338	58	49	100
Tiền cuối năm	570	628	677	777

Nguồn: VHC, dự báo của Vietcap

Phụ lục: KQKD hàng tháng của VHC và ngành cá tra

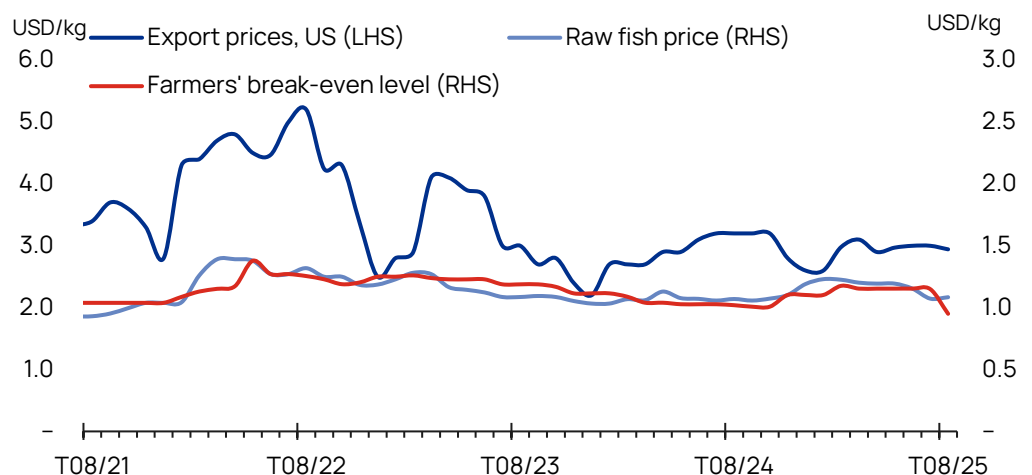
Doanh thu và vận hành theo tháng của VHC

Hình 11: Biên lợi nhuận gộp theo quý của VHC so với chênh lệch giá thị trường giao ngay theo tháng*



Nguồn: VHC, AgroMonitor, Vietcap (cập nhật tháng 8/2025; * Chênh lệch do Vietcap ước tính giữa giá xuất khẩu của VHC và giá cá nguyên liệu trên thị trường, đã điều chỉnh theo hệ số quy đổi)

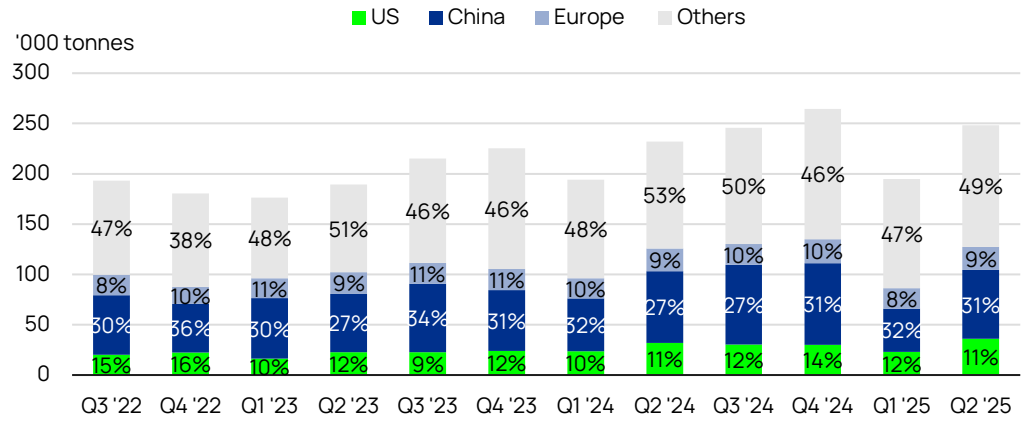
Hình 12: Giá xuất khẩu hàng tháng của VHC vào thị trường Mỹ, giá cá tra nguyên liệu tại Việt Nam*, và mức hòa vốn của người nuôi



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap (cập nhật tháng 8/2025; * Cá nguyên liệu là đầu vào chính để sản xuất phi lê thành phẩm)

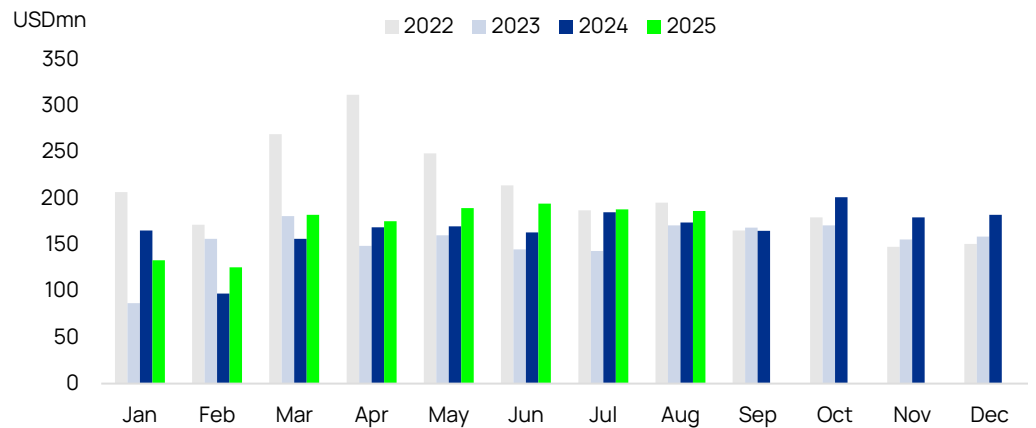
Sản lượng xuất khẩu tăng tại các thị trường ngoài cốt lõi; tỷ trọng tại Châu Âu tăng, trong khi tại Mỹ và Trung Quốc giảm nhẹ.

Hình 13: Sản lượng xuất khẩu cá tra hàng quý của Việt Nam theo thị trường



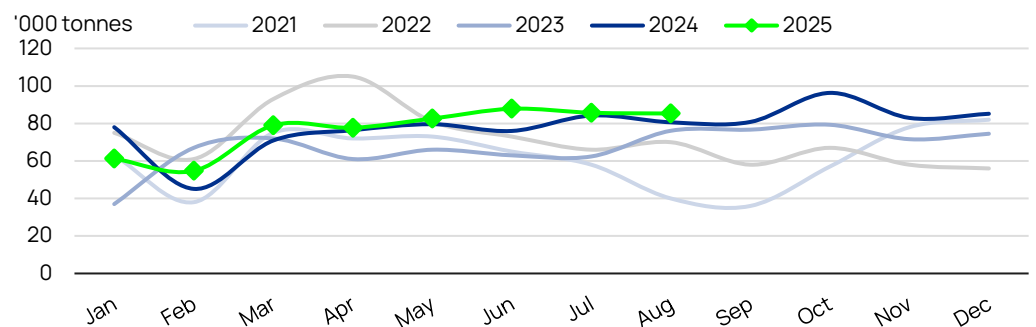
Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

Hình 14: Giá trị xuất khẩu cá tra hàng tháng của Việt Nam



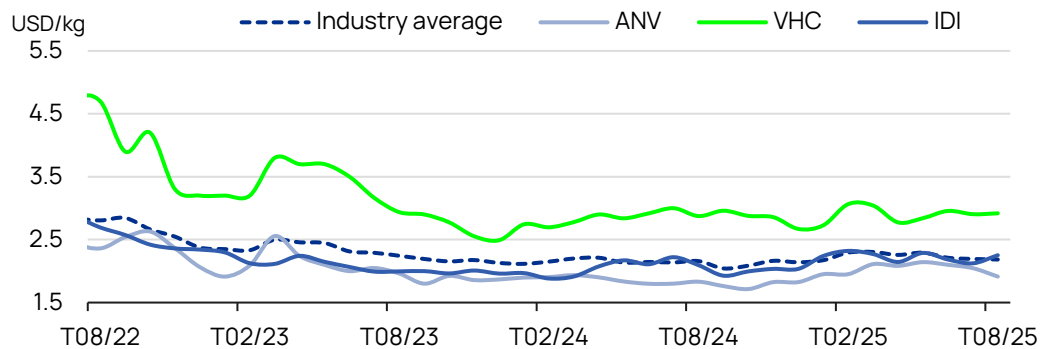
Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

Hình 15: Sản lượng xuất khẩu cá tra hàng tháng của Việt Nam



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

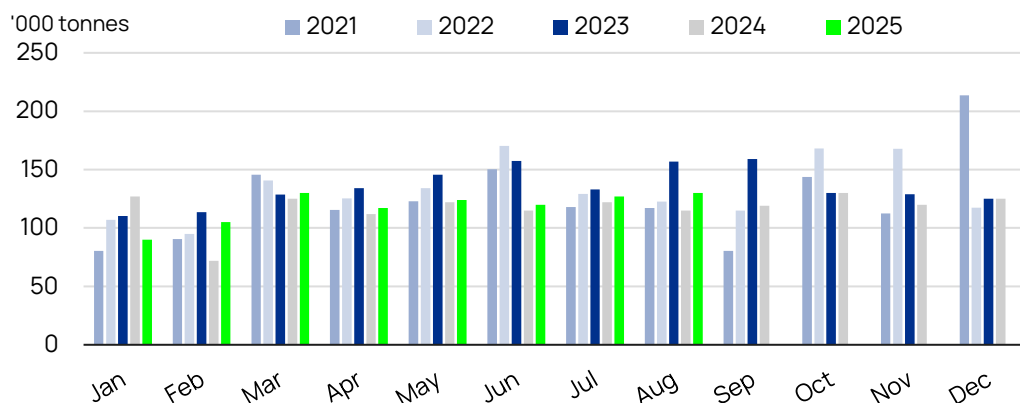
Hình 16: Giá xuất khẩu cá tra bình quân của một số công ty niêm yết



Nguồn: AgroMonitor, ước tính của Vietcap

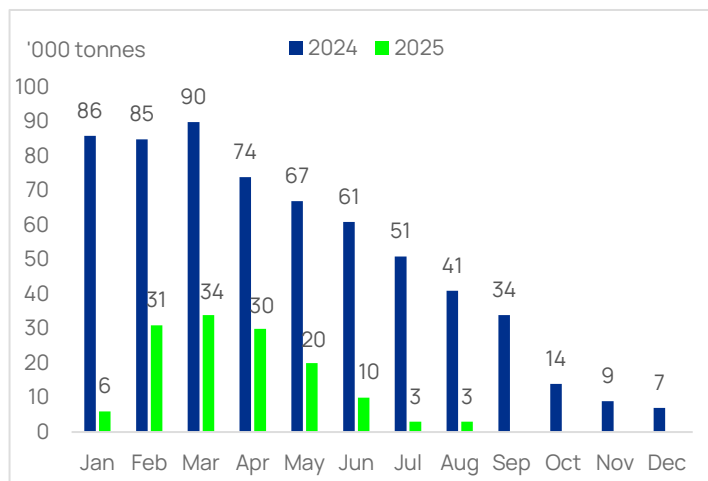
Sản lượng cá nguyên liệu duy trì ổn định dù tồn kho thấp; giá thức ăn thủy sản phục hồi từ mức cơ sở thấp

Hình 2: Sản lượng cá tra nguyên liệu thu hoạch tại Đồng bằng Sông Cửu Long



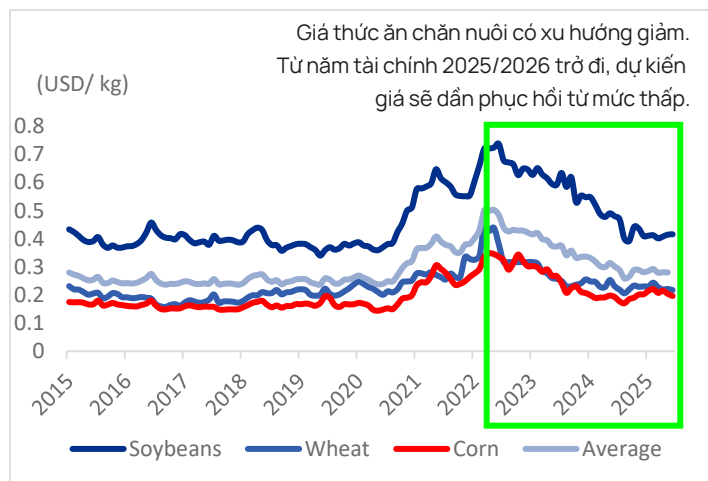
Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

Hình 3: Cá nguyên liệu còn lại của Việt Nam vào cuối tháng



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

Hình 4: Giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi toàn cầu



Nguồn: FRED, Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Nguyễn Thảo Nguyên, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.