

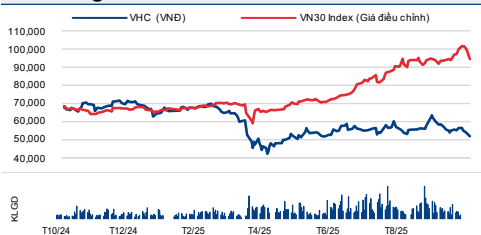
Mua vào

Giá mục tiêu: VND71,000
Tiềm năng tăng/giảm: 36.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/10/2025)	51,900
Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,280-71,610
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	53,533
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	11,649
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	442
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	12,504	13,825
EBITDA đc (tỷ đồng)	1,744	1,975	2,156
LNTT (tỷ đồng)	1,496	1,784	1,847
LNT ĐC (tỷ đồng)	1,234	1,470	1,523
FCF (tỷ đồng)	1,408	1,441	(204)
EPS ĐC (đồng)	5,496	6,551	6,785
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	38,685	44,712	50,813
T.trưởng EBITDA (%)	24.7	13.3	9.14
T.trưởng EPS ĐC (%)	31.9	(0.67)	3.57
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.9	15.8	15.6
Tỷ suất LNTT (%)	11.9	14.3	13.4
Tỷ suất LNT ĐC (%)	9.84	11.8	11.0
Tỷ lệ LN trả CT (%)	30.3	30.5	29.5
Nợ thuần/VCSH (%)	20.1	5.69	12.8
ROAE (%)	14.5	15.7	14.2
ROACE (%)	14.5	15.3	14.4
EV/doanh thu (lần)	1.07	0.98	0.95
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.66	6.17	6.07
P/E ĐC (lần)	9.44	7.92	7.65
P/B (lần)	1.34	1.16	1.02
Lợi suất cổ tức (%)	3.85	3.85	3.85

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 9/2025: Doanh thu yếu, nhưng sát với dự báo

- Doanh thu tháng 9/2025 giảm nhẹ 2% so với cùng kỳ (giảm 15% so với tháng trước) xuống 915 tỷ đồng. Mức giảm này phù hợp với yếu tố mùa vụ vì tháng 9 thường là tháng có doanh thu thấp nhất của quý 3 trong suốt 5 năm qua.
- Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ giảm mạnh 26,7% so với cùng kỳ (giảm 8,9% so với tháng trước). Kết quả này trái ngược với mức tăng 25% so với cùng kỳ ở thị trường EU (mặc dù vẫn giảm 28,3% so với tháng trước).
- VHC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,1 lần, thấp hơn so với mức bình quân 10,3 lần kể từ tháng 1/2022. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, giữ nguyên giá mục tiêu 71.000đ và dự báo lợi nhuận.

Sự kiện: Công bố doanh thu tháng 9/2025

Doanh thu tháng 9/2025 kém, đạt 915 tỷ đồng (giảm 2% so với cùng kỳ và giảm 15% so với tháng trước), phù hợp với yếu tố mùa vụ vì tháng 9 thường là tháng có doanh thu thấp nhất của quý 3 trong suốt 5 năm qua. Doanh thu Q3/2025 đạt 3.262 tỷ đồng, tăng 1,3% so với cùng kỳ và doanh thu 9 tháng đầu năm 2025 đạt 9.103 tỷ đồng, giảm 1,8% so với cùng kỳ, hoàn thành 72,8% dự báo cả năm của HSC, sát với dự báo.

Doanh thu cá tra giảm

Doanh thu cá tra trong tháng 9/2025 giảm mạnh xuống 463 tỷ đồng (giảm 19,3% so với cùng kỳ và giảm 17% so với tháng trước), chủ yếu do sản lượng xuất khẩu giảm. Theo đó, doanh thu Q3/2025 giảm 7,9% so với cùng kỳ xuống 1.760 tỷ đồng.

Tuy nhiên, doanh thu phụ phẩm tăng 50,5% so với tháng trước lên 161 tỷ đồng (vẫn giảm 20,7% so với cùng kỳ). Doanh thu sản phẩm phụ Q3/2025 đạt 579 tỷ đồng, tăng 29,2% so với cùng kỳ.

Doanh thu Collagen & Gelatin đạt 57 tỷ đồng, tăng 9,6% so với cùng kỳ nhưng giảm 31,3% so với tháng trước. Theo đó, doanh thu của phân khúc sản phẩm này trong Q3/2025 đạt 208 tỷ đồng, tăng 19,5% so với cùng kỳ.

Doanh thu các sản phẩm giá trị gia tăng đạt 12 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ và tăng 9,1% so với tháng trước. Trong Q3/2025, doanh thu phân khúc sản phẩm này đạt 31 tỷ đồng, giảm 32,6% so với cùng kỳ.

Doanh thu xuất khẩu sang EU tăng, sang Mỹ giảm

Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ giảm mạnh 26,7% so với cùng kỳ xuống 247 tỷ đồng (giảm 8,9% so với tháng trước). Theo đó, doanh thu xuất khẩu sang thị trường này trong Q3/2025 đạt 1.022 tỷ đồng, giảm 10,7% so với cùng kỳ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/10.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: Cơ cấu doanh thu tháng 9/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, VHC

Tỷ đồng	T9/24	T9/25	So với cùng kỳ	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Cá tra	574	463	-19.3%	1,912	1,760	-7.9%	5,099	4,899	-3.9%
Phụ phẩm	107	161	50.5%	448	579	29.2%	1,345	1,473	9.5%
Collagen & gelatin	52	57	9.6%	174	208	19.5%	631	607	-3.8%
Sản phẩm GTGT	10	12	20.0%	46	31	-32.6%	116	94	-19.0%
Sản phẩm khác	186	222	19.4%	641	684	6.7%	2,081	2,030	-2.5%
Tổng	929	915	-1.5%	3,221	3,262	1.3%	9,272	9,103	-1.8%

Nguồn: VHC

Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang EU tăng mạnh 25% so với cùng kỳ (nhưng giảm 28,3% so với tháng trước) đạt 175 tỷ đồng. Doanh thu xuất khẩu sang thị trường này trong Q3/2025 tăng 22,7% so với cùng kỳ. Chúng tôi lưu ý rằng các sản phẩm giá trị gia tăng chủ yếu được xuất khẩu sang thị trường EU. Trong tháng 9, các sản phẩm giá trị gia tăng mang lại mức doanh thu vững chắc, tăng 20% so với cùng kỳ và 9,1% so với tháng trước, nhờ doanh thu xuất khẩu sang EU tăng mạnh trong tháng.

Xuất khẩu sang Trung Quốc tăng trở lại sau 3 tháng giảm mạnh liên tiếp, với mức tăng 11,8% so với cùng kỳ lên 76 tỷ đồng. Trong Q3/2025, doanh thu xuất khẩu sang thị trường này đạt 225 tỷ đồng, giảm 22,9% so với cùng kỳ.

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

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu đạt 72,8% dự báo cho cả năm của HSC, sát với dự báo. Chúng tôi giữ nguyên dự báo, với lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 1.470 tỷ đồng (tăng trưởng 19,2%), sau đó tăng trưởng 3,6% trong năm 2026 lên 1.532 tỷ đồng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC và giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 71.000đ. Cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,1 lần, thấp hơn so với mức bình quân 10,3 lần kể từ tháng 1/2022.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu tháng 9/2025 theo thị trường, VHC

Tỷ đồng	T9/24	T9/25	So với cùng kỳ	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Mỹ	337	247	-26.7%	1,145	1,022	-10.7%	2,917	2,861	-1.9%
EU	140	175	25.0%	502	616	22.7%	1,592	1,771	11.2%
Trung Quốc	68	76	11.8%	292	225	-22.9%	931	627	-32.7%
Các thị trường khác	384	417	8.6%	1,282	1,399	9.1%	3,832	3,844	0.3%
Tổng	929	915	-1.5%	3,221	3,262	1.3%	9,272	9,103	-1.8%

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	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
Tiền 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)	1.17	1.07	0.98	0.95	0.86
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.39	7.66	6.17	6.07	5.57
P/E (lần)	10.4	7.87	7.92	7.65	6.74
P/E ĐC (lần)	10.4	9.44	7.92	7.65	6.74
P/B (lần)	1.16	1.34	1.16	1.02	0.90
Lợi suất cổ tức (%)	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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