

CTCP VĨNH HOÀN (HSX: VHC)

Ngành: Thủy sản

BÁO CÁO CẬP NHẬT

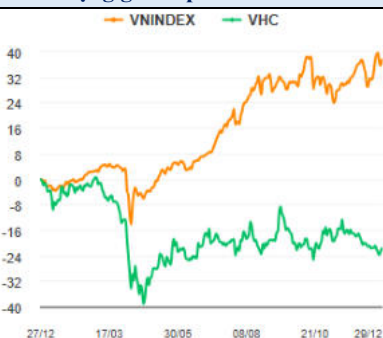
Ngày: 29/12/2025

Giá mục tiêu 12 tháng	69.500 đồng/cổ phần
Giá thị trường	54.400 đồng/cổ phần
Lợi nhuận kỳ vọng	+27,76%

Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	12.210
Số CP đang lưu hành (triệu cp)	224,45
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	69.871
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	42.280
KLCP trung bình 20 phiên (cp)	617.183
GTGD TB 20 phiên (tỷ đồng)	34,35
EPS (đồng/cp)	6.906
P/E (lần)	7,88
BVPS (đồng/cp)	43.585
P/B (lần)	1,25

Biến động giá cổ phiếu



Biến động giá (%)

	1th	3th	Ytd
VHC	-5,56	-1,98	-20,15
VNINDEX	3,78	5,30	38,53

Cơ cấu cổ đông

Bà Trương Thị Lệ Khanh	42,3%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	19,9%
Khác	37,8%

Kế hoạch kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng

	KH2025	9T2025	% TH
Doanh thu	10.900	9.311	85%
LNST	1.000	1.141	114%

Chuyên viên phân tích:

Bùi Thị Thảo

Email: thao.bt@bsi.com.vn

KQKD Q3.2025: Lợi nhuận tăng mạnh nhờ mảng ngoài lõi

Trong Q3.2025, Vĩnh Hoàn ghi nhận bức tranh kinh doanh khởi sắc với doanh thu thuần đạt 3.471 tỷ đồng, tăng 5,9% so với cùng kỳ, trong khi LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 433 tỷ đồng, bứt phá 35% yoy. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ sự phục hồi rõ nét của các mảng ngoài cá tra như Phụ phẩm, C&G và Sa Giang, đều ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số. Ở chiều ngược lại, mảng cá tra suy giảm gần 9% yoy, phản ánh yếu tố kỹ thuật khi nhu cầu dự trữ đã được đẩy mạnh trong quý 2, khiến hoạt động tiêu thụ trong quý 3 tạm thời chững lại.

Lũy kế 9T.2025, doanh thu thuần đạt 9.311 tỷ đồng, gần như đi ngang so với cùng kỳ (-0,2% yoy), trong khi LNST-CĐTS tăng mạnh lên 1.141 tỷ đồng (+41% yoy). Động lực tăng trưởng lợi nhuận đến từ biên lợi nhuận gộp cải thiện rõ rệt, đạt 16,7% (+2,6 điểm % yoy) nhờ cơ cấu sản phẩm tích cực và chi phí bán hàng, tài chính được kiểm soát tốt. Riêng quý 3, biên gộp đạt 16,8%, giảm nhẹ do cạnh tranh mảng cá tra nhưng vẫn duy trì ở mức cao.

Triển vọng ngắn hạn: Áp lực từ nhu cầu suy yếu và cạnh tranh gia tăng

Trong ngắn hạn, hoạt động kinh doanh của VHC được dự báo chững lại do nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chủ lực suy yếu và cạnh tranh gia tăng. Tại Mỹ (khoảng 30% doanh thu), nhu cầu hạ nhiệt sau giai đoạn tích trữ trước thuế quan, trong khi thị phần của VHC trong 9T.2025 giảm do nhiều doanh nghiệp được miễn thuế chống bán phá giá và áp lực từ cá rô phi. Thị trường Trung Quốc tiếp tục kém tích cực bởi tiêu dùng suy yếu, cùng cạnh tranh gia tăng từ cá rô phi nội địa và cá minh thái Nga.

Thị trường châu Âu: Điểm tựa ổn định giữa bối cảnh biến động

Thị trường châu Âu duy trì diễn biến khả quan nhờ lợi thế thuế quan từ các hiệp định thương mại tự do và việc cá minh thái Nga chịu thuế trừng phạt, qua đó giúp cá tra Việt Nam gia tăng lợi thế cạnh tranh. Nhu cầu đối với các sản phẩm cá thịt trắng nuôi trồng được kỳ vọng duy trì ổn định trong bối cảnh nguồn cung cá khai thác tự nhiên tiếp tục suy giảm.

Khuyến nghị: Chúng tôi tiến hành cập nhật kết quả kinh doanh và định giá đối với VHC là **69.500 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá **27,76%** so với giá đóng cửa tại ngày báo cáo.

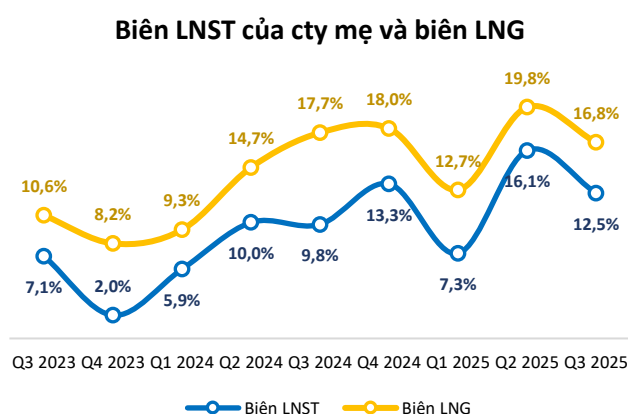
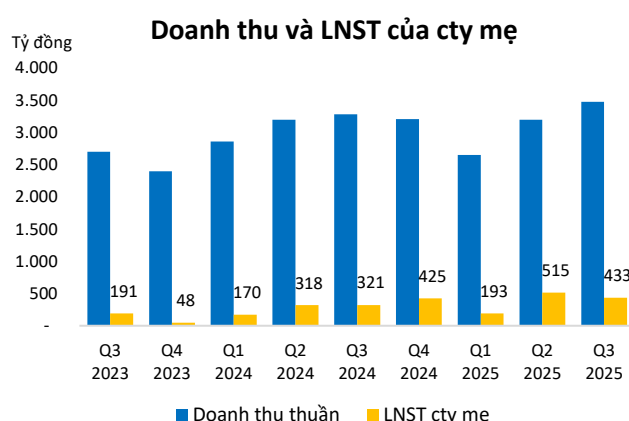
Các yếu tố cần theo dõi: i) Diễn biến giá cá tra nguyên liệu, ii) Diễn biến giá bán xuất khẩu sang các thị trường chủ lực (Mỹ, Châu Âu), iii) Diễn biến các sự kiện liên quan đến thuế và doanh số xuất khẩu sang thị trường Mỹ.

Tóm tắt một số chỉ tiêu tài chính

(Tỷ đồng)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	10.033	12.513	12.491	12.350	12.433
Lợi nhuận gộp	1.493	1.895	2.181	2.021	2.075
LNST cty mẹ	897	1.226	1.441	1.356	1.424
ROE	11,0%	13,9%	15,4%	13,4%	12,9%
ROA	7,6%	10,1%	11,7%	10,6%	10,5%
EPS	4.793	5.463	6.422	6.040	6.346

1. Cập nhật kết quả kinh doanh

Quý - VNDbn	Q3/24	Q2/25	Q3/25	%YoY	%QoQ	9T2024	9T2025	%YoY
Doanh thu thuần	3.278	3.192	3.471	5,9%	8,7%	9.329	9.311	-0,2%
Giá vốn hàng bán	2.699	2.559	2.887	7,0%	12,8%	8.016	7.757	-3,2%
Lợi nhuận gộp	579	633	584	0,9%	-7,8%	1.314	1.554	18,3%
Biên LNG (%)	17,7%	19,8%	16,8%			14,1%	16,7%	
Doanh thu tài chính	56	112	116	106,5%	3,4%	280	318	13,6%
Chi phí lãi vay	21	14	11	-46,9%	-22,5%	56	42	-24,9%
Chi phí SGA	161	144	146	-9,1%	1,7%	437	413	-5,4%
Chi phí SGA/DTT (%)	4,9%	4,5%	4,2%			4,7%	4,4%	
Lợi nhuận trước thuế	402	610	535	33,2%	-12,4%	1.016	1.399	37,7%
Biên lợi nhuận trước thuế	12,3%	19,1%	15,4%			10,9%	15,0%	
Lợi nhuận sau thuế cty mẹ	321	515	433	35,0%	-15,9%	808	1.141	41,1%
Biên lợi nhuận sau thuế	9,8%	16,1%	12,5%			8,7%	12,3%	
ROE %	10,1	16,3	16,9					
ROA %	6,9	11,6	12,0					

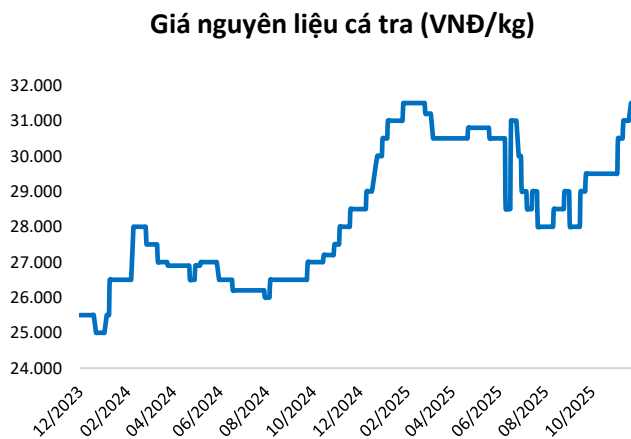


Nguồn: BCTC VHC, Beta research

Bức tranh kết quả kinh doanh có sự cải thiện rõ rệt về lợi nhuận, dù tăng trưởng doanh thu chưa thực sự bùng nổ. Cụ thể, doanh thu thuần Q3/25 đạt 3.471 tỷ đồng, tăng 5,9% yoy và 8,7% qoq, phản ánh nhu cầu tiêu thụ và sản lượng phục hồi tích cực so với cùng kỳ. Tuy nhiên, lũy kế 9T.2025 doanh thu gần như đi ngang (-0,2% yoy), cho thấy tăng trưởng vẫn mang tính cục bộ theo quý, chưa tạo được xu hướng mở rộng rõ nét trong trung hạn. Điểm sáng nằm ở biên lợi nhuận và hiệu quả chi phí. Dù giá vốn hàng bán Q3/25 tăng mạnh (+12,8% qoq) khiến lợi nhuận gộp giảm nhẹ so với quý trước, biên LNG vẫn duy trì ở mức 16,8%, cao hơn nền năm 2024. Lũy kế 9T.2025, lợi nhuận gộp tăng 18,3% yoy, kéo biên LNG cải thiện từ 14,1% lên 16,7%, cho thấy doanh nghiệp đã kiểm soát tốt cấu trúc giá vốn và cải thiện chất lượng đầu ra.

Ngoài ra, LNST công ty mẹ hoàn thành 114% kế hoạch lợi nhuận theo kịch bản cơ sở, 88% theo kịch bản tích cực, vượt xa tốc độ tăng doanh thu, cho thấy hiệu quả rõ nét từ cắt giảm chi phí tài chính và kiểm soát SG&A. Cụ thể, chi phí lãi vay giảm mạnh (-46,9% yoy trong Q3/25; -24,9% lũy kế), trong khi SG&A/Doanh thu thu hẹp còn 4,4%, qua đó nâng biên LNST lên 12,3% so với 8,7% cùng kỳ. Biên LNG và biên LNST duy trì mặt bằng cao trong năm 2025, dù có điều chỉnh ngắn hạn tại Q3/25. Điều này hàm ý lợi nhuận đang bước vào giai đoạn ổn định hơn.

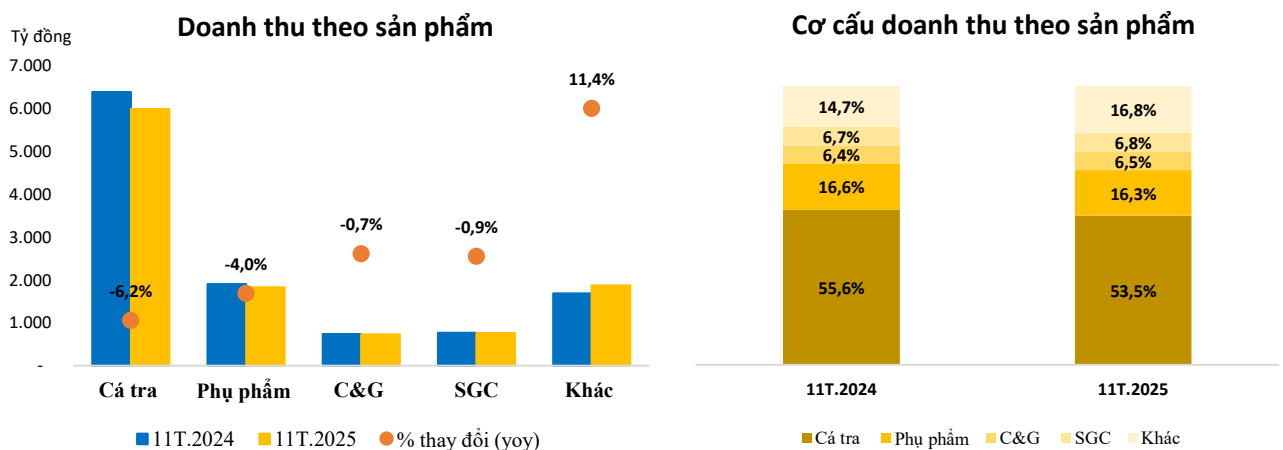
2. Giá cá nguyên liệu



Nguồn: VASEP, Beta research

Biểu đồ giá cá tra nguyên liệu cho thấy xu hướng tăng và duy trì ở vùng cao trong các tháng cuối năm 2025 (trên 31.000 đồng/kg), qua đó tạo áp lực nhất định lên giá vốn của các doanh nghiệp trong ngành. Tuy nhiên, tác động đối với VHC ở mức hạn chế, khi doanh nghiệp chỉ mua cá từ hộ dân khoảng 25 - 30% tổng nhu cầu đầu vào. Vì vậy, biến động giá cá tra trên thị trường chỉ ảnh hưởng một phần đến giá vốn, giúp VHC giảm thiểu rủi ro chi phí so với mặt bằng chung của ngành. Phần còn lại khoảng 70 - 75% cá nguyên liệu của VHC đến từ vùng nuôi tự chủ với giá vốn chủ yếu chịu tác động từ chi phí thức ăn do công ty con cung cấp, qua đó giúp doanh nghiệp chủ động kiểm soát chi phí và ổn định biên lợi nhuận. Nhờ chuỗi giá trị khép kín, VHC hấp thụ biến động giá cá tốt hơn các doanh nghiệp phụ thuộc nguồn mua ngoài và linh hoạt điều chỉnh giá bán theo thị trường xuất khẩu.

3. Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm và thị trường của VHC

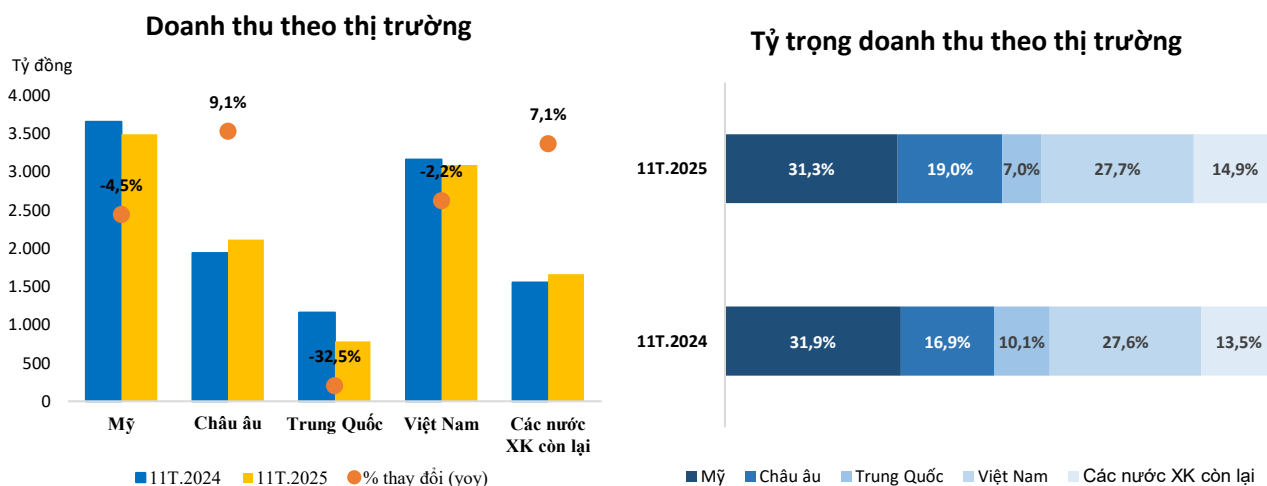


Nguồn: VHC, Beta research

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của VHC trong 11T.2025 cho thấy xu hướng chuyển dịch rõ nét theo hướng chuyển dịch cơ cấu sản phẩm, phù hợp với định hướng phát triển dài hạn của doanh nghiệp. Mảng cá tra – trụ cột cốt lõi – vẫn duy trì vai trò chủ đạo với 53,5% tổng doanh thu, tuy nhiên giảm so với 55,6% cùng kỳ, phản ánh chiến lược tối ưu hóa chất lượng và biên lợi nhuận hơn là chạy theo tăng trưởng sản lượng thuần.

Trong khi đó, các mảng có biên lợi nhuận thấp hơn như phụ phẩm, C&G và SG&C ghi nhận mức sụt giảm doanh thu lần lượt -4,0%, -0,7% và -0,9% yoy, kéo tỷ trọng đi xuống. Diễn biến này cho thấy VHC đang chủ động tái cơ cấu danh mục sản phẩm, thu hẹp các mảng kém hiệu quả trong bối cảnh chi phí đầu vào biến động và nhu cầu tiêu thụ chưa phục hồi đồng đều tại một số thị trường. Ngược lại, nhóm sản phẩm khác ghi nhận tăng trưởng 11,4% yoy, nâng tỷ trọng từ 14,7% lên 16,8%, qua đó trở thành động lực tăng trưởng mới. Đây nhiều khả năng là các sản phẩm chế biến sâu, collagen – gelatin, sản phẩm giá trị gia tăng, phù hợp với chiến lược đa dạng hóa nguồn thu, nâng cao hàm lượng giá trị và giảm phụ thuộc vào cá tra truyền thống.

Tổng thể, cơ cấu doanh thu của VHC đang dịch chuyển từ tăng trưởng theo chiều rộng sang chiều sâu, ưu tiên hiệu quả, biên lợi nhuận và tính ổn định, qua đó củng cố vị thế đầu ngành và nền tảng tăng trưởng bền vững trong trung – dài hạn.



Nguồn: VHC, Beta research

Thị trường Mỹ vẫn giữ vai trò trụ cột lớn nhất, đóng góp 31,3% tổng doanh thu trong 11T.2025, song doanh thu giảm nhẹ 4,5% yoy sau giai đoạn tích trữ hàng trước các rủi ro thuế quan và khi áp lực cạnh tranh gia tăng. Diễn biến này phản ánh nhu cầu tiêu thụ còn thận trọng, trong khi các nhà nhập khẩu tiếp tục duy trì chiến lược tồn kho thấp, khiến nhịp độ phục hồi của thị trường này chưa thực sự rõ nét.

Ngược lại, **thị trường Châu Âu** ghi nhận tăng trưởng 9,1% yoy, nâng tỷ trọng từ 16,9% lên 19,0%, trở thành động lực tăng trưởng nổi bật nhất. Kết quả này phản ánh nhu cầu phục hồi tích cực, được hỗ trợ bởi ưu đãi thuế quan từ EVFTA và UKFTA, giúp cá tra Việt Nam gia tăng sức cạnh tranh. Bên cạnh đó, việc EU áp thuế đối với cá minh thái Nga cũng đóng góp gia tăng từ mảng collagen – gelatin trong bối cảnh nhu cầu chăm sóc sức khỏe tăng cao đã tạo thêm lực đẩy cho tăng trưởng tại khu vực này.

Thị trường Trung Quốc tiếp tục là điểm trũng khi doanh thu giảm mạnh 32,5% yoy, kéo tỷ trọng từ 10,1% xuống chỉ còn 7,0%. Sự sụt giảm sâu

phản ánh nhu cầu yếu, cạnh tranh gay gắt về giá và xu hướng ưu tiên tiêu thụ thủy sản nội địa.

Thị trường nội địa (Việt Nam) ghi nhận mức giảm nhẹ 2,2% yoy, với tỷ trọng gần như đi ngang (27,7% so với 27,6%). Điều này cho thấy tiêu thụ trong nước tương đối ổn định, đóng vai trò vùng đệm giúp doanh nghiệp cân bằng rủi ro khi xuất khẩu chưa phục hồi đồng đều.

Cuối cùng, các **thị trường xuất khẩu còn lại** đạt tăng trưởng 7,1% yoy, nâng tỷ trọng từ 13,5% lên 14,9%, phản ánh chiến lược đa dạng hóa thị trường đang phát huy hiệu quả, giúp VHC giảm phụ thuộc vào các thị trường lớn nhưng biến động mạnh.

4. Tóm tắt định giá

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá đối với Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (HSX: VHC) nhằm đưa ra mức giá phù hợp cho mã cổ phiếu này. Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE & FCFF) với tỉ trọng 50:50 để xác định mức giá phù hợp cho VHC là **69.500 đồng/cổ phần**, tương ứng tiềm năng tăng giá **+27,76%** so với giá đóng cửa ngày báo cáo.

Chi phí vốn		Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng
Hệ số Beta	1,1	Giá trị hiện tại theo phương pháp FCFE	11.161
Phân bù rủi ro thị trường	8,5%	(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	3.219
Tỷ lệ phi rủi ro	3,8%	Tổng giá trị FCFE (50%)	14.479
Chi phí VCSH	12,9%	Giá trị hiện tại theo phương pháp FCFF	16.232
Chi phí lãi vay	4,0%	(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	3.219
D/E	0,14	(-) Nợ vay	1.870
Thuế TNDN	20%	Tổng giá trị FCFF (50%)	16.721
Số năm chiết khấu	5	Số lượng cổ phần (triệu cp)	224,45
WACC	11,7%	Giá trị mỗi cổ phần (VNĐ/cp)	69.500

Báo cáo tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	12.513	12.491	12.350	12.433
GVHB	(10.618)	(10.309)	(10.330)	(10.358)
Lợi nhuận gộp	1.895	2.182	2.021	2.075
Chi phí SGA	(619)	(632)	(614)	(620)
LN từ HĐKD	1.276	1.549	1.406	1.455
Chi phí tài chính	(215)	(215)	(206)	(200)
LN TT	1.485	1.744	1.640	1.723
Thuế TNDN	(182)	(213)	(200)	(210)
LNST	1.226	1.441	1.356	1.424
SLCP (triệu)	224,45	224,45	224,45	224,45
EPS (đồng)	5.463	6.422	6.040	6.346

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
LNST cty mẹ	1.226	1.441	1.356	1.424
(+) Khấu hao	456	443	468	493
(+) Dự phòng	(126)	(1)	0	0
(-) thay đổi phải thu NH	(535)	46	27	(16)
(-) thay đổi HTK	1.026	334	(5)	(7)
(-) thay đổi phải thu DH	9	(20)	3	(2)
(+) thay đổi phải trả	213	(65)	0	1
(-) Khen thưởng PL	(27)	(103)	(25)	(31)
Dòng tiền từ HĐKD	2.073	2.166	1.908	1.951
Đầu tư TSCĐ	(675)	(500)	(494)	(497)
Đầu tư dở dang	-	-	-	-
Thu từ cho vay	-	-	-	-
Dòng tiền từ HĐĐT	(675)	(500)	(494)	(497)
(+) thay đổi vay NH	19	(612)	(7)	(255)
(+) thay đổi vay DH	-	-	-	-
(-) cò tức bằng tiền	(898)	(561)	(561)	(561)
Dòng tiền từ HĐTC	(879)	(1.173)	(568)	(816)
LC tiền trong năm	519	493	846	638

CDKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	8.241	8.354	9.178	9.839
Tiền & tương đương tiền	570	1.063	1.909	2.547
Đầu tư tài chính NH	2.340	2.340	2.340	2.340
Khoản phải thu ngắn hạn	2.419	2.373	2.347	2.362
Hàng tồn kho	2.911	2.577	2.582	2.589
TÀI SẢN DÀI HẠN	4.008	4.084	4.108	4.114
Khoản phải thu dài hạn	218	237	235	236
Tài sản cố định	3.415	3.472	3.498	3.503
Nguyên giá	5.916	6.416	6.910	7.407
Giá trị hao mòn lũy kế	(2.501)	(2.944)	(3.412)	(3.904)
Tài sản dở dang dài hạn	115	115	115	115
TỔNG CỘNG TS	12.249	12.382	13.261	13.929
NỢ PHẢI TRẢ	3.212	2.718	2.719	2.465
Nợ ngắn hạn	2.740	2.683	2.684	2.430
Khoản phải trả	272	206	207	207
Dự phòng phải trả	19	18	18	18
Khen thưởng phúc lợi	103	25	31	29
Vay tài chính ngắn hạn	2.277	1.665	1.658	1.403
Chi phí phải trả NH	70	64	64	65
Vay dài hạn đến hạn	-	-	-	-
Thuế phải nộp	65	309	310	311
Ngắn hạn khác	407	395	396	397
Nợ dài hạn	35	35	35	35
Vay tài chính dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU	9.002	9.664	10.542	11.463
Vốn góp chủ sở hữu	2.245	2.245	2.245	2.245
Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
LNST chưa phân phối	6.175	7.121	7.969	8.892
Khác	319	36	65	63
TỔNG NGUỒN VỐN	12.249	12.382	13.261	13.929

**ƯU ĐÃI
ĐỘC QUYỀN****BETA**
BETA SECURITIES INCLãi suất margin **7,99%/năm**Miễn lãi margin **10** ngày*Áp dụng với khách hàng mở mới tài khoảnPhí giao dịch chỉ **0,06%**

Miễn phí ứng trước tiền bán

WEBSITE



ZALO



TELEGRAM

Quét mã
Mở tài khoản ngay**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo phân tích này xác nhận rằng: hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, người viết không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân người viết mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA (BETA).

Báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất kỳ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. Chuyên viên phân tích cũng như Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp. Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo phân tích này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA 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 vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA. Khi sử dụng các nội dung đã được BETA chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với BETA về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà BETA hoặc khách hàng của BETA phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.