

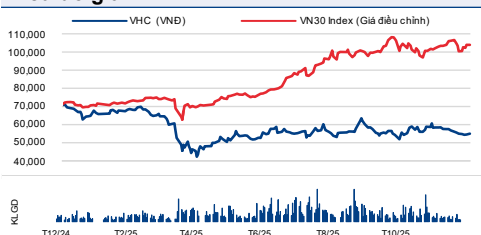
Mua vào

Giá mục tiêu: VND71,000
Tiềm năng tăng/giảm: 29.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/12/2025)	55,000
Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,280-71,514
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	54,667
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,345
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	469
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	12,533	13,821
EBITDA đc (tỷ đồng)	1,744	1,986	2,178
LNTT (tỷ đồng)	1,496	1,783	1,861
LNT ĐC (tỷ đồng)	1,234	1,470	1,534
FCF (tỷ đồng)	1,408	549	747
EPS ĐC (đồng)	5,496	6,549	6,837
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	38,685	44,710	50,857
T.trưởng EBITDA (%)	24.7	13.9	9.70
T.trưởng EPS ĐC (%)	31.9	(0.70)	4.39
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.9	15.8	15.8
Tỷ suất LNTT (%)	11.9	14.2	13.5
Tỷ suất LNT ĐC (%)	9.84	11.7	11.1
Tỷ lệ LN trả CT (%)	30.3	30.5	29.3
Nợ thuần/VCSH (%)	20.1	12.6	12.4
ROAE (%)	14.5	15.7	14.3
ROACE (%)	14.5	15.4	14.6
EV/doanh thu (lần)	1.12	1.08	0.99
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.06	6.84	6.30
P/E ĐC (lần)	10.0	8.40	8.04
P/B (lần)	1.42	1.23	1.08
Lợi suất cổ tức (%)	3.64	3.64	3.64

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

Doanh thu tháng 11 đi ngang so với cùng kỳ, sát với dự báo

- Doanh thu tháng 11/2025 giảm 0,5% so với cùng kỳ (giảm 10,5% so với tháng trước) xuống còn 963 tỷ đồng, đánh dấu tháng sụt giảm thứ 4 liên tiếp kể từ tháng 8/2025.
- Doanh thu tại các thị trường quan trọng khá ảm đạm, trong đó thị trường Mỹ ghi nhận mức sụt giảm mạnh nhất – giảm 9,1% so với cùng kỳ và giảm 24,7% so với tháng trước.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng/3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,3 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và giữ nguyên giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận.

Sự kiện: Công bố doanh thu tháng 11/2025

Doanh thu tháng 11/2025 khá ảm đạm ở mức 963 tỷ đồng, giảm 0,5% so với cùng kỳ (giảm 10,5% so với tháng trước), đánh dấu tháng sụt giảm (so với cùng kỳ) thứ 4 liên tiếp kể từ khi thuế "đối ứng" của Mỹ chính thức có hiệu lực vào tháng 8/2025. Tính chung 11 tháng đầu năm 2025, doanh thu đạt 11.351 tỷ đồng, giảm 1,4% so với cùng kỳ và hoàn thành 91% dự báo cho cả năm của HSC, nhìn chung sát với dự báo.

Mảng cá tra cốt lõi kéo giảm doanh thu

Doanh thu cá tra – sản phẩm chủ lực của VHC – trong tháng 11/2025 giảm 10% so với cùng kỳ xuống 472 tỷ đồng, chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm. Theo đó, doanh thu mảng này trong 11 tháng đầu năm 2025 đạt 5,98 tỷ đồng, giảm 6,2% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, doanh thu sản phẩm phụ tăng 9,4% so với cùng kỳ lên 187 tỷ đồng. Lũy kế 11 tháng đầu năm 2025, doanh thu sản phẩm phụ đạt 1.828 tỷ đồng, tăng 9,1% so với cùng kỳ.

Doanh thu Collagen & Gelatin đạt 71 tỷ đồng, tăng 77,5% so với cùng kỳ và tăng 54,3% so với tháng trước. Theo đó, doanh thu mảng này trong 11 tháng đầu năm 2025 đạt 724 tỷ đồng, giảm 1,5% so với cùng kỳ. Trong khi đó, doanh thu các sản phẩm giá trị gia tăng đạt 15 tỷ đồng, tăng 150% so với cùng kỳ và 15,4% so với tháng trước. Lũy kế 11 tháng đầu năm 2025, doanh thu mảng này đạt 122 tỷ đồng, giảm 10,3% so với cùng kỳ.

Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ giảm 9% so với cùng kỳ

Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ giảm 9,1% so với cùng kỳ xuống còn 271 tỷ đồng (giảm 24,7% so với tháng trước). Theo đó, doanh thu xuất khẩu sang thị trường này trong 11 tháng đầu năm 2025 đạt 3.492 tỷ đồng, giảm 4,5% so với cùng kỳ. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang EU gần như đi ngang ở mức 162 tỷ đồng (giảm 0,6% so với cùng kỳ và giảm 10,5% so với tháng trước). Lũy kế 11 tháng đầu năm 2025, doanh thu xuất khẩu sang EU tăng 9,1% so với cùng kỳ đạt 1.828 tỷ đồng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 23/12.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: Cơ cấu doanh thu tháng 11/2025 & 11 tháng đầu năm 2025, VHC

Tỷ đồng	T11/24	T11/25	So với cùng kỳ	11T24	11T25	So với cùng kỳ
Cá tra	524	472	-9.9%	6,378	5,980	-6.2%
Phụ phẩm	171	187	9.4%	1,675	1,828	9.1%
Collagen & gelatin	40	71	77.5%	735	724	-1.5%
Sản phẩm GTGT	6	15	150.0%	136	122	-10.3%
Khác	227	218	-4.0%	2,579	2,697	4.6%
Tổng	968	963	-0.5%	11,503	11,351	-1.3%

Nguồn: VHC

Doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc vẫn kém tích cực ở mức 78 tỷ đồng, giảm 2,5% so với cùng kỳ nhưng tăng 1,3% so với tháng trước. Lũy kế 11 tháng đầu năm 2025, doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 782 tỷ đồng, giảm 32,3% so với cùng kỳ.

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

Doanh thu trong 11 tháng đầu năm 2025 hoàn thành 91% dự báo cho cả năm 2025 của HSC ở mức 12.533 tỷ đồng, sát với dự báo. Chúng tôi tiếp tục dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 đạt lần lượt 1.470 tỷ đồng (tăng trưởng 19,2% và 1.534 tỷ đồng (tăng trưởng 4,3%).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC và giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 71.000đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng/3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8 lần, thấp hơn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,3 lần.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu tháng 11/2025 theo thị trường, VHC

Tỷ đồng	T11/24	T11/25	So với cùng kỳ	11T24	11T25	So với cùng kỳ
Mỹ	298	271	-9.1%	3,656	3,492	-4.5%
EU	163	162	-0.6%	1,937	2,114	9.1%
Trung Quốc	80	78	-2.5%	1,155	782	-32.3%
Các thị trường khác	427	452	5.9%	4,755	4,963	4.4%
Tổng	968	963	-0.5%	11,503	11,351	-1.3%

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	12,533	13,821	15,281
Lợi nhuận gộp	1,493	1,891	2,071	2,328	2,615
Chi phí BH&QL	(524)	(639)	(595)	(691)	(764)
Thu nhập khác	50.0	66.9	54.3	0	0
Chi phí khác	(23.2)	(31.8)	(28.1)	0	0
EBIT	996	1,288	1,502	1,637	1,851
Lãi vay thuần	148	207	276	224	265
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.80	2.24	4.88	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,145	1,496	1,783	1,861	2,116
Chi phí thuế TNDN	(171)	(186)	(221)	(231)	(263)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(54.6)	(77.1)	(91.8)	(95.8)	(109)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	919	1,234	1,470	1,534	1,744
Lợi nhuận thuần ĐC	919	1,234	1,470	1,534	1,744
EBITDA ĐC	1,398	1,744	1,986	2,178	2,379
EPS (đồng)	5,000	6,596	6,549	6,837	7,772
EPS ĐC (đồng)	5,000	6,596	6,549	6,837	7,772
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	541	392	426
Đầu tư ngắn hạn	2,069	2,340	2,887	3,753	4,128
Phải thu khách hàng	1,578	2,207	1,998	2,234	2,503
Hàng tồn kho	3,763	2,911	3,662	3,840	3,984
Các tài sản ngắn hạn khác	245	213	227	274	279
Tổng tài sản ngắn hạn	7,888	8,241	9,314	10,493	11,320
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	394	384	363
Tổng tài sản dài hạn	4,054	4,008	4,200	4,531	4,966
Tổng cộng tài sản	11,943	12,249	13,514	15,024	16,286
Nợ ngắn hạn	2,157	2,277	1,777	1,777	1,277
Phải trả người bán	309	272	367	371	392
Nợ ngắn hạn khác	617	544	680	725	759
Tổng nợ ngắn hạn	3,233	3,193	3,015	3,049	2,612
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	3,068	3,102	2,665
Vốn chủ sở hữu	8,348	8,683	10,035	11,415	13,006
Lợi ích cổ đông thiểu số	244	319	411	507	616
Tổng vốn chủ sở hữu	8,591	9,002	10,446	11,922	13,621
Tổng nợ phải trả và VCSH	11,943	12,249	13,514	15,024	16,286
BVPS (đ)	44,629	38,685	44,710	50,857	57,944
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,026	1,707	1,236	1,385	851

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	996	1,288	1,502	1,637	1,851
Khấu hao	(402)	(456)	(484)	(541)	(528)
Lãi vay thuần	148	207	276	224	265
Thuế TNDN đã nộp	(315)	(259)	(221)	(231)	(263)
Thay đổi vốn lưu động	(470)	742	(462)	(396)	(357)
Khác	(67.0)	(114)	(91.1)	44.2	49.4
LCT thuần từ HKKD	546	2,113	1,212	1,595	1,809
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	422	433	477
LCT thuần từ HĐĐT	(793)	(863)	(241)	(415)	(472)
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)	(1,000)	(1,329)	(1,303)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(72.5)	(912)	(1,000)	(1,329)	(1,303)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	554	233	570	541	392
LCT thuần trong kỳ	(320)	338	(29.1)	(149)	34.0
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.58)	(0.71)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	232	570	541	392	426
Dòng tiền tự do	(131)	1,408	549	747	860

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	16.5	16.8	17.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.9	13.9	15.8	15.8	15.6
Tỷ suất LNT (%)	9.16	9.84	11.7	11.1	11.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.0	12.4	12.4	12.4	12.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	(24.2)	24.9	(0.01)	10.3	10.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(45.9)	24.7	13.9	9.70	9.22
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(53.5)	34.2	19.2	4.39	13.7
Tăng trưởng EPS (%)	(53.6)	31.9	(0.70)	4.39	13.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(53.6)	9.93	19.2	4.39	13.7
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.0	30.3	30.5	29.3	25.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.6	14.5	15.7	14.3	14.3
ROACE (%)	12.0	14.5	15.4	14.6	14.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.85	1.04	0.97	0.97	0.98
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.55	1.64	0.81	0.97	0.98
Số ngày tồn kho	161	99.8	128	122	115
Số ngày phải thu	67.4	75.7	69.7	71.0	72.1
Số ngày phải trả	13.2	9.31	12.8	11.8	11.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	24.5	20.1	12.6	12.4	6.82
Nợ/tài sản (%)	19.1	18.9	13.3	12.0	8.06
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	1.33	0.91	0.83	0.55
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.44	2.58	3.09	3.44	4.33
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.23	1.12	1.08	0.99	0.86
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.81	8.06	6.84	6.30	5.55
P/E (lần)	11.0	8.34	8.40	8.04	7.08
P/E ĐC (lần)	11.0	10.0	8.40	8.04	7.08
P/B (lần)	1.23	1.42	1.23	1.08	0.95
Lợi suất cổ tức (%)	3.64	3.64	3.64	3.64	3.64

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