

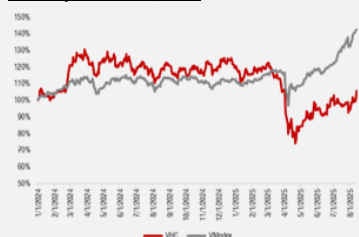
Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC: HOSE)

Ngày báo cáo: 14/08/2025
Ngành: THỦY SẢN
CVPT: Đặng Trần Minh
Email: minhdt1@ssi.com.vn
SĐT: +84-24 3936 6321

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **70.000 Đồng**
Giá CP ngày 14/08/2025: 61.300 Đồng
% Tăng giá: **+14,2%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 511
 Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 13.377
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 224
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 1.696.657
 Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 74,1/43,8
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 95,3
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 20,1
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0,0

Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

VHC là nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam. Công ty đã tăng trưởng và trở thành nhà xuất khẩu hàng đầu Việt Nam từ năm 2010. Hoạt động kinh doanh chính của VHC là xuất khẩu cá tra phi lê đông lạnh và sản xuất các loại phụ phẩm và sản phẩm về cá. VHC là một trong số ít những công ty thủy sản Việt Nam có chuỗi cung ứng tích hợp sở hữu toàn bộ chuỗi giá trị từ nuôi trồng, sản xuất thức ăn thủy sản, chế biến, sản xuất cá đông lạnh và lưu trữ kho lạnh. Công ty tập trung mở rộng kinh doanh thủy sản bằng việc mua lại Công ty Xuất nhập khẩu Vạn Đức Tiền Giang.

Biên lợi nhuận phục hồi giữa áp lực thuế quan

- Lợi nhuận Q2/2025 ấn tượng: Lợi nhuận ròng tăng 54% svck, doanh thu đi ngang svck.
- Biên lợi nhuận cải thiện: nhờ chi phí đầu vào và vận chuyển giảm; tỷ giá thuận lợi.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 70.000 đồng/cổ phiếu; duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN.

Luận điểm đầu tư:

VHC ghi nhận KQKD Q2/2025 ấn tượng, với lợi nhuận ròng tăng mạnh lên 523 tỷ đồng (+54% svck, +147% so với quý trước), trong khi doanh thu đi ngang ở mức 3,19 nghìn tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp tăng lên 19,5% (từ 15,0% cùng kỳ năm ngoái), nhờ chi phí đầu vào thấp hơn, cước vận chuyển giảm, giá cá nguyên liệu và cá giống về mức bình thường (giá cá giống đã giảm 35% từ đầu năm), biến động tỷ giá thuận lợi và khoản hoàn nhập dự phòng giá vốn. Xuất khẩu cá tra tăng 4% svck và 32% so với quý trước, dẫn đầu bởi thị trường Mỹ (+10% svck) và Châu Âu (+8% svck), góp phần bù đắp cho nhu cầu yếu từ Trung Quốc. Nhìn chung, thị trường Mỹ vẫn ổn định bất chấp mức thuế quan tăng 10% trong Q2/2025, cá tra vẫn duy trì lợi thế cạnh tranh về giá so với các loại cá trắng khác. Tồn kho cá da trơn tại Mỹ ở mức thấp có thể tăng nhu cầu nhập khẩu cá tra.

Chúng tôi nâng dự báo năm 2025 - 2026 để phản ánh tình hình biên lợi nhuận cải thiện và triển vọng nhu cầu tích cực hơn. Trong năm 2025, doanh thu thuần dự báo đạt 13,5 nghìn tỷ đồng (+7,7% svck), lợi nhuận ròng đạt 1,45 nghìn tỷ đồng (+11,0% svck), nhờ biên lợi nhuận gộp mở rộng và điều kiện tỷ giá thuận lợi. Sang năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 14,9 nghìn tỷ đồng (+10,3% svck), và lợi nhuận ròng đạt 1,58 nghìn tỷ đồng (+9,3% svck).

Tại mức giá 61.300 đồng/cổ phiếu, VHC hiện đang giao dịch gần mức P/E trung bình 2 năm là 9,6x. Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá giữa DCF và P/E, đưa ra giá mục tiêu 12 tháng là 70.000 đồng/cổ phiếu (P/E dự phóng là 11x), tương đương tiềm năng tăng giá là 14,2%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN, dựa trên xu hướng biên lợi nhuận tích cực và vị thế vững chắc tại thị trường Mỹ.

Rủi ro: (1) Tăng trưởng đơn hàng từ Mỹ chậm hơn dự kiến. (2) Biến động tỷ giá kém thuận lợi.

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	13.239	10.033	12.535	13.505	14.895
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	46,2%	-24,2%	24,9%	7,7%	10,3%
Lợi nhuận gộp	2.974	1.493	1.891	2.123	2.339
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	22,5%	14,9%	15,1%	15,7%	15,7%
Thu nhập tài chính	459	377	428	540	573
Chi phí tài chính	(396)	(229)	(222)	(348)	(372)
SG&A	(721)	(524)	(639)	(697)	(769)
Thu nhập ròng khác	4	27	35	36	37
Lợi nhuận trước thuế	2.320	1.145	1.496	1.655	1.808
Lợi nhuận ròng	2.015	974	1.311	1.449	1.584
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	81,5%	-51,7%	34,6%	10,6%	9,3%
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	15,2%	9,7%	10,5%	10,7%	10,6%
EPS (VND)	8.807	4.095	5.496	6.078	6.641

Nguồn: VHC, SSI forecasts

Cập nhật KQKD 6T2025

Tỷ đồng	2Q25	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							2Q25	2Q24	1Q25	2024
Doanh thu thuần	3.194	3.196	-0,1%	2.648	20,6%	54%				
Lợi nhuận gộp	623	469	32,9%	337	84,7%		19,5%	14,7%	12,7%	15,1%
Lợi nhuận hoạt động	630	405	55,5%	235	167,4%		19,7%	12,7%	8,9%	12,2%
EBIT	612	415	47,3%	271	125,5%		19,2%	13,0%	10,2%	12,5%
EBITDA	732	530	37,9%	390	87,6%		22,9%	16,6%	14,7%	16,2%
Lợi nhuận trước thuế	598	398	50,3%	254	135,2%		18,7%	12,4%	9,6%	11,9%
Lợi nhuận ròng	523	340	53,7%	211	147,3%	73%	16,4%	10,6%	8,0%	10,5%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	499	318	56,8%	193	158,3%		15,6%	10,0%	7,3%	9,8%

Nguồn: VHC, SSI Research

Tóm tắt KQKD Q2/2025

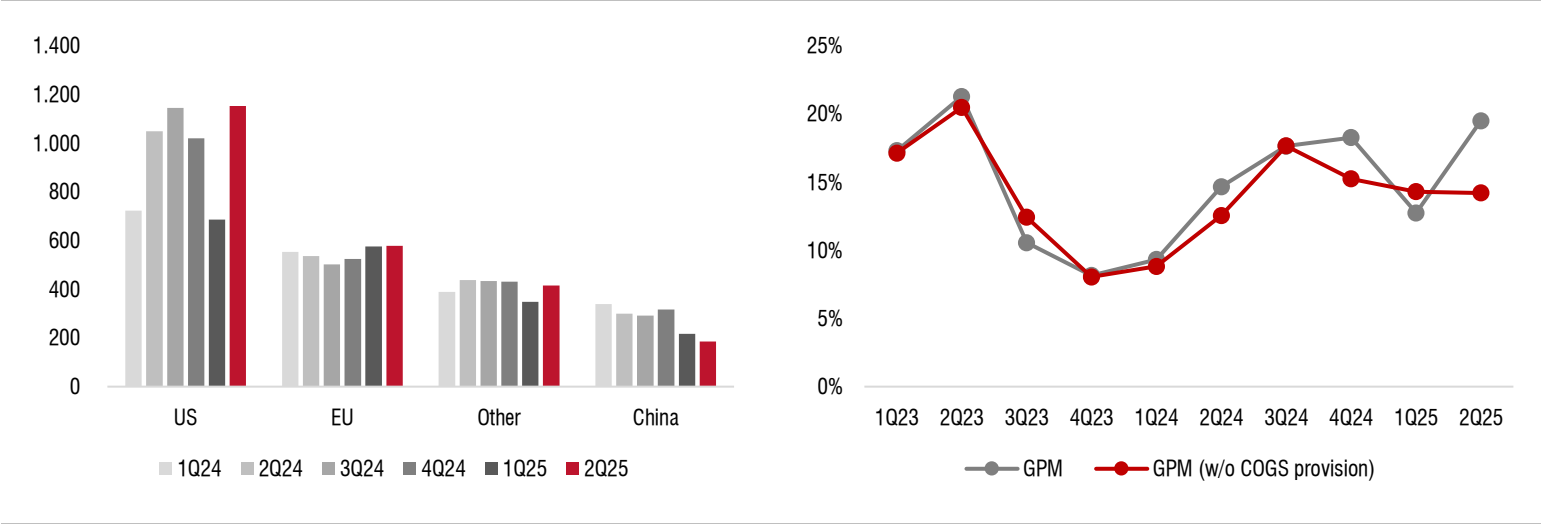
CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) ghi nhận KQKD Q2/2025 ấn tượng, với lợi nhuận ròng tăng mạnh lên 523 tỷ đồng (+54% svck, +147% so với quý trước), trong khi doanh thu ổn định ở mức 3,19 nghìn tỷ đồng (+0% svck, +21% so với quý trước). Công ty đã hoàn thành 73% kịch bản cơ sở của lợi nhuận cả năm 2025 (và 56% kịch bản tốt nhất).

Biên lợi nhuận gộp tăng lên 19,5% (từ 15,0% trong Q2/2024), nhờ chi phí nguyên liệu thức ăn (ngô, bột đậu nành...) thấp hơn, cước vận chuyển giảm, giá cá nguyên liệu và cá giống về mức bình thường (giá cá giống giảm 35% từ đầu năm), tỷ giá thuận lợi và khoản hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho. Biên lợi nhuận ròng cải thiện lên 16,4% (từ 10,6% trong Q2/2024).

Thị trường xuất khẩu cốt lõi ghi nhận sự phục hồi

Xuất khẩu cá tra trong Q2 tăng 4% svck và 32% so với quý trước, dẫn đầu bởi thị trường Mỹ (+10% svck) và Châu Âu (+8% svck), góp phần bù đắp cho nhu cầu yếu từ các thị trường khác. Cá tra vẫn là nguồn đóng góp doanh thu lớn nhất (chiếm 55% tổng doanh thu), trong khi sản phẩm phụ từ thủy sản và dòng sản phẩm của Sa Giang cũng tăng trưởng. Ở chiều ngược lại, doanh thu nội địa giảm 7% svck.

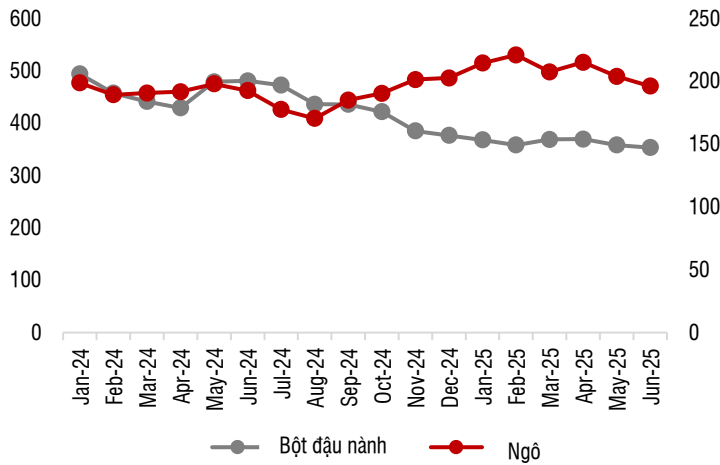
Xuất khẩu sang thị trường Mỹ của VHC phục hồi mạnh so với quý trước Biên lợi nhuận cao hơn svck



Nguồn: VHC, SSI Research

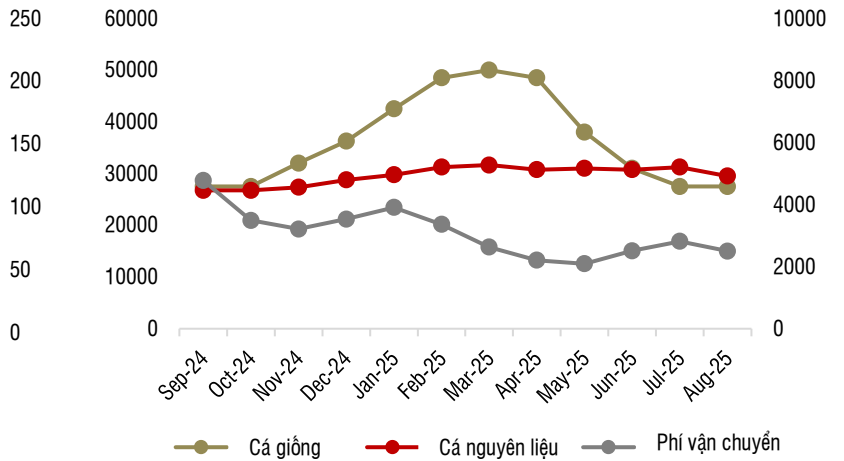
Nguồn: VHC, SSI Research

Chi phí nguyên liệu thức ăn có xu hướng giảm



Nguồn: VHC, SSI Research

Chi phí cá nguyên liệu ổn định svck



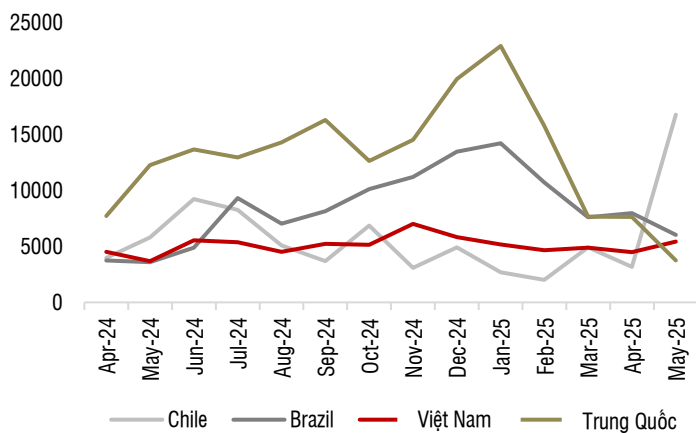
Nguồn: VHC, SSI Research

Thị trường Mỹ ổn định bất chấp thuế tăng

Thị trường Mỹ vẫn duy trì sức mua sau khi thuế nhập khẩu tăng 10% trong Q2/2025 (tăng lên 20% từ tháng 8/2025). Xuất khẩu thủy sản Việt Nam vượt trội hơn so với Trung Quốc trong thời gian gần đây, nhờ chính sách thương mại Mỹ tập trung giảm phụ thuộc vào Trung Quốc thay vì áp dụng thuế quan với tất cả các nhà cung cấp ngoài Trung Quốc.

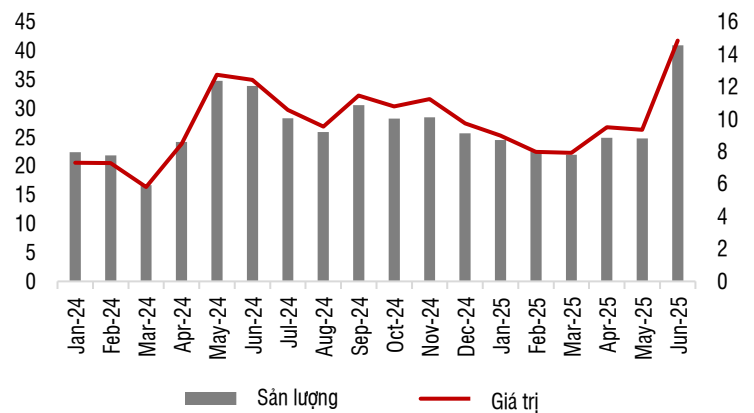
Theo nghiên cứu thị trường của Circana, người tiêu dùng Mỹ cho rằng thuế quan sẽ làm tăng chi phí, dẫn đến xu hướng người tiêu dùng lựa chọn các loại cá có giá rẻ hơn như cá tra, cá rô phi, cá minh thái Alaska và cá tuyết. Trong đó, cá tra vẫn là lựa chọn tiết kiệm nhất - ngay cả khi áp thuế - theo ban lãnh đạo VHC. Công ty cũng không bị áp thuế chống bán phá giá hay chống trợ cấp tại thị trường này. Ngoài ra, tồn kho cá da trơn thấp tại Mỹ cũng sẽ tiếp tục hỗ trợ nhu cầu nhập khẩu cá tra.

Mỹ giảm đáng kể nhập khẩu thủy sản từ Trung Quốc và tăng nhập khẩu từ Chile và Việt Nam trong Q2/2025



Nguồn: ITC

Xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Mỹ tăng cả về sản lượng (nghìn tấn) lẫn giá trị (USD)



Nguồn: NOAA

Điều chỉnh dự báo

Chúng tôi nâng dự báo năm 2025 - 2026 để phản ánh sự cải thiện về biên lợi nhuận và triển vọng thị trường Mỹ tích cực hơn:

- **Năm 2025:** Doanh thu thuần dự kiến đạt 13,5 nghìn tỷ đồng (+7,7% svck), lợi nhuận ròng đạt 1,45 nghìn tỷ đồng (+11,0% svck), nhờ biên lợi nhuận gộp mở rộng và điều kiện tỷ giá thuận lợi.
- **Năm 2026:** Doanh thu thuần dự kiến đạt 14,9 nghìn tỷ đồng (+10,3% svck), lợi nhuận ròng đạt 1,58 nghìn tỷ đồng (+9,3% svck), được hỗ trợ bởi nhu cầu tại các thị trường trọng điểm, cùng với tăng trưởng ở các mảng sản phẩm giá trị gia tăng.

Các ước tính của chúng tôi dựa trên giả định thận trọng về mức tăng giá bán bình quân và đã tính tác động thuế quan. Tăng trưởng có thể còn tốt hơn nếu mức thuế quan Mỹ dành cho Trung Quốc cao hơn mức dành cho Việt Nam.

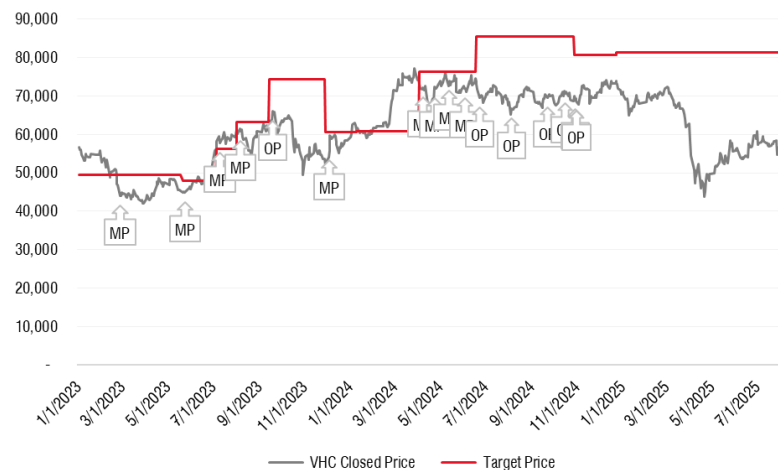
Định giá & Khuyến nghị

Tại mức giá 61.300 đồng/cổ phiếu, VHC đang giao dịch gần mức P/E trung bình 2 năm là 9,6x. Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá giữa DCF và P/E, đưa ra giá mục tiêu 12 tháng là 70.000 đồng/cổ phiếu (P/E dự phóng là 11x), tương đương tiềm năng tăng giá là 14,2%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN**, dựa trên khả năng duy trì lợi nhuận, xu hướng biên lợi nhuận tích cực và vị thế vững chắc tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt.

Rủi ro chính

- Tăng trưởng đơn hàng thị trường Mỹ giảm.
- Biến động tỷ giá kém thuận lợi.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích Ngành Thủy sản

Đặng Trần Minh

Chuyên viên Phân tích

minhdt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321