

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

LNST tốt hơn kỳ vọng trong 4Q24

- Doanh thu tăng mạnh +33.8% n/n, nhưng giảm nhẹ -2.2% q/q
- Biên LN gộp đạt 18% (tăng +9.9% n/n/ +0.3% q/q)
- Duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHC

Thực tế: Hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho hỗ trợ mở rộng biên LN gộp

Trong 4Q24, VHC ghi nhận doanh thu đạt 3,206 tỷ đồng (tăng +33.8% n/n/ giảm -2.2% q/q), đến từ hầu hết các mảng kinh doanh của VHC đều ghi nhận sự tăng trưởng trong 4Q24 (Hình 1, 2). Trong đó:

- Mảng cá tra** tăng vọt lên 1,850 tỷ đồng (tăng +53% n/n/ giảm -3.2% q/q):
 - Sản lượng xuất khẩu:** Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng xuất khẩu cá tra ghi nhận 26.6 triệu tấn (tăng +37.2% n/n/ tăng +4.8% q/q), nhờ vào (1) Doanh thu xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng sang thị trường Mỹ, và (2) Nhu cầu tiêu thụ cá tra phục hồi tại các thị trường EU và Trung Quốc.
 - Giá bán bình quân:** Giá bán cá tra giảm còn USD2.82/kg, nguyên nhân chủ yếu đến từ thị trường Mỹ, do tốc độ bán hàng của các nhà bán sỉ, bán lẻ có phần chậm lại gây áp lực lên giá bán của VHC. Giá bán xuất khẩu cá tra sang Mỹ giảm xuống còn USD2.89/kg so với USD3.2/kg của 3Q24 (giảm -9.6% q/q).
- Mảng Sa Giang (SGC)** ghi nhận 185 tỷ đồng (tăng +23.3% n/n). Doanh thu xuất khẩu vẫn duy trì tăng trưởng hai chữ số, đạt 127 tỷ đồng (tăng +33.1% n/n) nhờ vào nhu cầu tăng đối với các sản phẩm như bún, phở, bánh phồng tôm...
- Mảng kinh doanh khác** tăng trưởng nhẹ 8.1% n/n, đạt 492 tỷ đồng. Mảng này chủ yếu đóng góp từ sản phẩm thức ăn thủy sản của Feed-One (công ty con của VHC), trong khi các sản phẩm trái cây sấy (Thanh Ngọc Foods) vẫn chưa đóng góp đáng kể.
- Mảng Collagen & Gelatin, Phụ phẩm và Sản phẩm giá trị gia tăng** lần lượt ghi nhận doanh thu 142 tỷ đồng (giảm -33.6% n/n), 505 tỷ đồng (tăng +38.7% n/n), và 29 tỷ đồng (tăng +11.5% n/n).

Bảng 1. KQKD của VHC trong 4Q24

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	q/q	n/n
Doanh thu	2,396	2,586	3,196	3,278	3,206	(2.2)	33.8
LNHD	84	207	386	394	474	20.5	4.6x
Biên LNHD (%)	3.5	7.3	11.9	12	14.8	2.7	10.9
LNTT	99	217	398	402	481	19.7	3.9x
LNST-CTM	48	170	318	321	425	32.7	7.9x

Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS research

12T Xếp hạng **MUA (Duy trì)**

Giá mục tiêu **VND84,900**

Up/Downside +20.4%

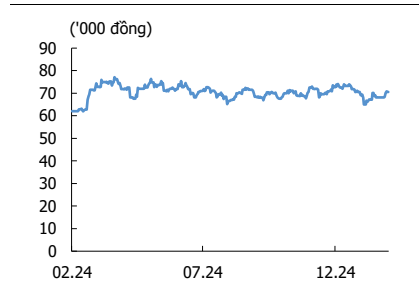
Thông kê

VNIndex (07/02, điểm)	1,271
Giá cp (07/02, đồng)	70,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	627
SLCP lưu hành (triệu)	224
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	77,125/61,953
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	1.78
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	49.9/27.0
Cổ đông lớn (%)	
Trương Thị Lệ Khanh	43.2
Mitsubishi Corp	6.4
Dragon Capital	6.8

Biến động giá

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(0.4)	5.7	13.8
Tương đối với VNI (%điểm)	2.4	(0.3)	4.9

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

Biên LN gộp trong 4Q24 tăng lên mức 18% (tăng +9.9đpt n/n/ +0.3 đpt q/q). Mặc dù giá bán cá tra giảm trong kỳ cùng với giá cá tra nguyên liệu tăng, nhưng biên LN gộp của VHC ở mức cao nhờ vào việc VHC ghi nhận hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho trong 4Q24 (94 tỷ đồng). Cả năm 2024, VHC đã hoàn nhập khoảng 175 tỷ đồng dự phòng hàng tồn kho.

Chi phí QLBH/doanh thu trong 4Q24 tăng nhẹ lên mức 6.3% (tăng +0.1đpt n/n/ +1.4đpt q/q). Đồng thời, VHC ghi nhận doanh thu tài chính đạt 148 tỷ đồng, chủ yếu nhờ vào khoản lãi từ chênh lệch tỷ giá (91 tỷ đồng) và bán ngoại tệ (23 tỷ đồng).

Do đó, *LNST-CTM* ghi nhận 425 tỷ đồng (tăng +7.9x n/n/ +32.7% q/q). Doanh thu và *LNST-CTM* cả năm 2024 lần lượt đạt 12,535 tỷ đồng (tăng +25% n/n) và 1,235 tỷ đồng (tăng +34% n/n), hoàn thành 99.5% và 95% dự phóng của chúng tôi cho năm 2024F.

Ưu và nhược điểm: Áp lực lên biên LN trong 1Q25F

Quý 1 hàng năm thường là mùa thấp điểm đối với xuất khẩu thủy sản nói chung và xuất khẩu cá tra nói riêng, sau khi các thị trường chính đã nhập khẩu mạnh mẽ trong các quý 3 và 4 năm trước. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu cá tra của VHC trong 1Q25F sẽ giảm nhẹ so với q/q, nhưng vẫn tăng so với cùng kỳ 2024. Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng xuất khẩu sẽ là động lực chính cho tăng trưởng, trong khi giá bán cá tra chưa có thêm nhiều động lực tăng mạnh.

Bên cạnh đó, các mảng kinh doanh khác cũng dự báo tăng trưởng vừa phải, đóng góp một phần vào tăng trưởng doanh thu của VHC trong 1Q25F, nhờ vào bổ sung thêm công suất mới từ một số phân khúc sản phẩm như: Collagen & Gelatin, Sa Giang, Feed-One.

Xu hướng biên LN gộp trong 1Q25F của VHC có thể chững lại, do:

- Giá bán cá tra dự báo sẽ duy trì ổn định ở mức tương đương 4Q24, phản ánh mùa vụ thấp điểm.
- Giá nguyên liệu đầu vào có thể tăng nhẹ do giá cá tra nguyên liệu tăng trong 4Q24, gây áp lực giảm biên LN.

Dựa trên các lý do trên, chúng tôi dự báo *LNST-CTM* của VHC trong 1Q25F sẽ tăng 15-20% n/n nhờ vào mức nền lợi nhuận thấp trong 1Q24, nhưng sẽ thấp hơn so với 4Q24.

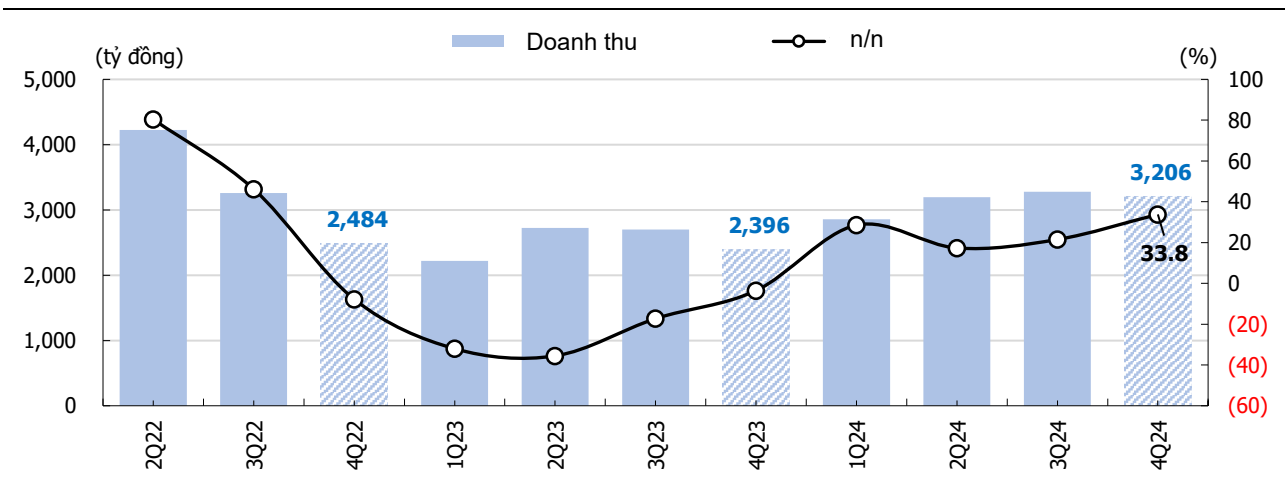
Hành động: Duy trì khuyến nghị MUA đối với VHC

Như đã thảo luận trong báo cáo "[Triển vọng ngành thủy sản trong 2025F](#)", chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của VHC sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025F (tăng trưởng hai chữ số). Do đó, chúng tôi tiếp tục giữ khuyến nghị MUA đối với VHC, với mức giá mục tiêu là 84,900 đồng/cổ phiếu.

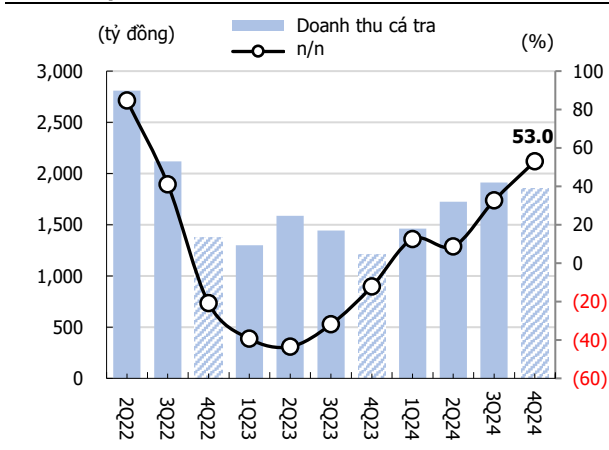
Hình 1. Tăng trưởng doanh thu theo sản phẩm và thị trường tiêu thụ của VHC trong 4Q24

		4Q23	3Q24	4Q24	n/n	q/q
Sản phẩm	Cá tra	1,209	1,912	1,850	53.0	(3.2)
	Phụ phẩm	364	448	505	38.7	12.7
	Chăm sóc sức khỏe	214	174	142	(33.6)	(18.4)
	Sản phẩm giá trị gia tăng	26	46	29	11.5	(37.0)
	Sản phẩm khác	455	474	492	8.1	3.8
	Sản phẩm từ gạo	64	86	94	46.9	9.3
	Bánh phồng tôm	86	82	91	5.8	11.0
Thị trường	Mỹ	586	1,145	1,020	74.1	(10.9)
	EU	416	502	525	26.2	4.6
	Trung Quốc	218	292	317	45.4	8.6
	Việt Nam	817	848	910	11.4	7.3
	ROW (gồm HK)	381	434	431	13.1	(0.7)

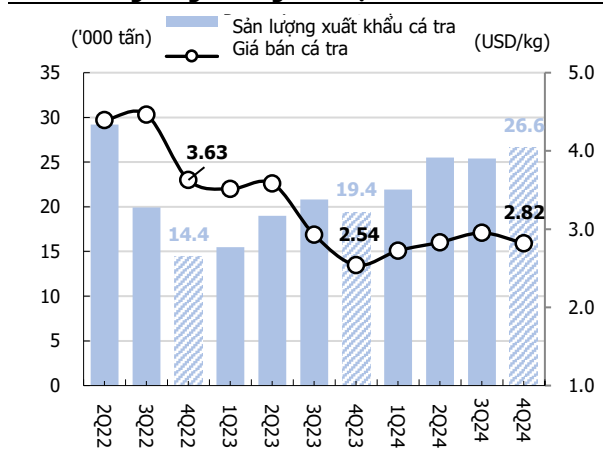
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biểu đồ 2. Tổng doanh thu đạt 3,206 tỷ đồng (tăng +33.8% n/n/ giảm -2.2% q/q) trong 4Q24

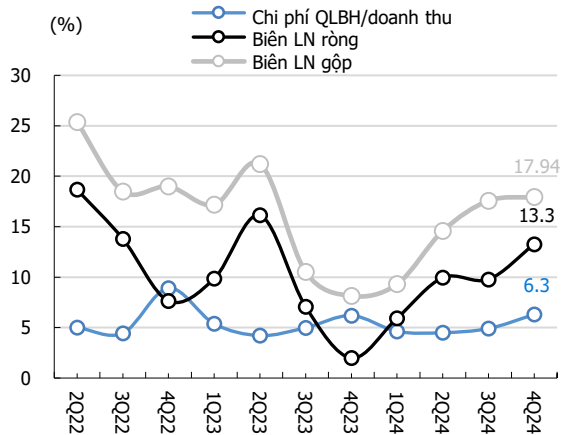
Nguồn: Dữ liệu công ty, FinproX, KIS Research

Hình 3. Doanh thu cá tra tăng mạnh trong 4Q24 (tăng +53% n/n)

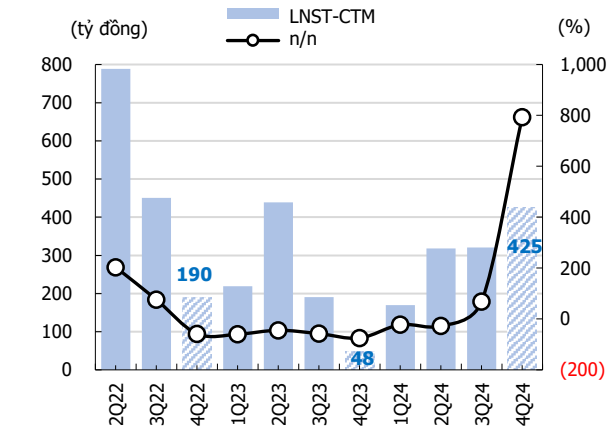
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 4. Sản lượng xuất khẩu cá tra là động lực chính của mảng cá tra, trong khi giá bán giảm nhẹ

Nguồn: Agromonitor, KIS research

Hình 5. Biên LN gộp của VHC vẫn ở mức cao nhờ vào hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho

Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS Research

Hình 6. LNST-CTM tăng vọt, vượt dự báo của chúng tôi

Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS Research

■ Tổng quan công ty

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn được thành lập năm 1997 tại tỉnh Đồng Tháp. Công ty chuyên về nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu các sản phẩm liên quan đến cá tra, các sản phẩm Collagen & Gelatin. Từ năm 2010, VHC đã trở thành công ty hàng đầu trong ngành cá tra, chiếm 14% thị phần ngành. Các sản phẩm có mặt tại các chuỗi bán lẻ nổi tiếng và phân phối tại các công ty dịch vụ thực phẩm hàng đầu trên thế giới.

Cân đối kế toán

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	7,640	7,888	8,241	8,927	10,256
Tiền và tương đương tiền	553	233	570	741	1,417
Khoản phải thu	2,330	1,578	2,207	2,161	2,421
Hàng tồn kho	2,818	3,763	2,911	3,518	3,878
Tài sản dài hạn	7,087	7,655	7,671	8,186	8,839
Tài sản cố định	2,824	3,383	3,415	4,125	4,526
Đầu tư tài chính	66	67	69	69	69
Khác	1,053	604	523	603	657
Tổng tài sản	11,583	11,943	12,249	13,725	15,507
Người mua trả tiền trước	23	16	36	49	55
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	448	309	272	596	668
Khác	1,014	750	609	709	794
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	2,214	2,157	2,277	2,324	2,513
Nợ và TP dài hạn	175	102	-	-	-
Tổng nợ phải trả	3,889	3,351	3,247	3,697	4,051
VCSH	7,523	8,348	8,683	9,582	10,869
Vốn điều lệ	1,834	1,870	2,245	1,870	1,870
Thặng dư	264	264	264	264	264
Quỹ khác	0	0	(0)	0	0
LN giữ lại	5,426	6,213	6,175	7,448	8,735
Lợi ích cổ đông thiểu số	171	244	319	446	586
Tổng VCSH	7,694	8,591	9,002	10,027	11,456

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Dòng tiền hoạt động	1,604	547	2,113	1,538	1,664
LN ròng	2,323	1,145	1,496	1,825	2,226
Khấu hao	327	402	456	489	560
Tăng VLD ròng	3,064	1,502	1,711	2,213	2,694
Dòng tiền đầu tư	(1,528)	(793)	(863)	(651)	(732)
Tài sản cố định	(1,122)	(672)	(694)	(862)	(960)
Đầu tư tài chính	(407)	(121)	(169)	211	228
Dòng tiền tài chính	284	(73)	(912)	(756)	(259)
Tăng VCSH	154	57	-	-	-
Tăng nợ	-	(129)	(13)	(308)	189
Chi trả cổ tức	(367)	-	(899)	(448)	(448)
Khác	(2)	(2)	(1)	-	-
Tăng tiền mặt	358	(320)	337	130	672

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	13,231	10,033	12,535	13,497	15,120
Giá vốn hàng bán	10,255	8,540	10,644	11,087	12,221
LN gộp	2,976	1,493	1,891	2,411	2,899
Chi phí BH & QLDN	721	524	639	686	765
LN hoạt động	2,254	969	1,253	1,724	2,134
Doanh thu tài chính	434	377	428	337	355
Thu nhập lãi	81	117	-	120	137
Chi phí tài chính	370	229	222	237	263
Chi phí lãi vay	97	133	73	110	136
LN khác	4	27	35	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	1	2	-	-
LNTT	2,323	1,145	1,496	1,825	2,226
Thuế TNDN	310	171	186	275	335
LNST	2,013	974	1,311	1,550	1,894
LNST của cổ đông thiểu số	1,975	919	1,234	1,435	1,754
EBITDA	2,712	1,646	1,992	2,424	2,922

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Dữ liệu trên mỗi CP (đồng, điều chỉnh)					
EPS	10,771	4,914	5,441	6,338	7,745
BPS	41,027	44,629	38,685	42,751	48,496
DPS	2,000	1,961	4,007	2,000	2,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	46.1	(24.2)	24.9	8.1	12.0
LN hoạt động	88.0	(57.0)	29.3	30.2	23.8
LN ròng	81.9	(51.6)	34.6	23.3	22.2
EPS	79.7	(53.5)	34.2	22.6	22.2
EBITDA	88.0	(57.0)	29.3	30.2	23.8
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	17.0	9.7	10.0	12.8	14.1
Biên LN ròng	15.2	9.7	10.5	11.5	12.5
Biên EBITDA	17.0	9.7	10.0	12.8	14.1
ROA	19.8	8.3	10.8	11.7	13.0
ROE	29.7	11.6	14.5	15.8	17.1
Suất sinh lợi cổ tức	2.9	2.6	5.6	2.8	2.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức	16	51	33	19	40
Đòn bẩy					
Nợ ròng (tỷ đồng)	1,835	2,026	1,707	1,583	1,097
Nợ ròng/ VCSH (%)	24	24	19	16	10
Định giá (x)					
PE	11.1	15.1	12.8	11.0	9.0
PB	1.3	1.7	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	5.8	14.6	12.4	9.0	7.3

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 7/02/2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 7/02/2025.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..