

# CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

## Lợi nhuận 1Q25 thấp hơn kỳ vọng

- Doanh thu giảm -7.3% n/n và -17.4% q/q
- Biên LN gộp ở mức 12.7% (+3.4đpt n/n/ -5.3đpt q/q)
- Duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHC

### Thực tế: Xuất khẩu cá tra ẩm đậm trong 1Q25

Trong 1Q25, VHC ghi nhận doanh thu đạt 2,648 tỷ đồng (-7.3% n/n/ -17.4% q/q), hầu hết các mảng kinh doanh của VHC đều có mức tăng trưởng chậm lại (Hình 1, 2). Trong đó:

- Mảng cá tra giảm mạnh, ghi nhận 1,354 tỷ đồng (-7.5% n/n, -26.8% q/q):
  - Sản lượng xuất khẩu: Theo ước tính của chúng tôi sản lượng xuất khẩu cá tra giảm mạnh xuống còn 18.2 triệu tấn (-18.6% n/n/ -38.6% q/q), do sản lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Trung Quốc sụt giảm lần lượt -19% n/n và -46% n/n. Trong khi đó, thị trường EU tăng +11% n/n.
  - Giá bán cá tra bình quân: Nhìn chung, giá bán cá tra tăng nhẹ lên USD2.88/kg (+5.5% n/n, +2.7% q/q) so với mức nền thấp.
- Sa Giang (SGC) ghi nhận doanh thu 167 tỷ đồng (+3.2% n/n, -11.8% q/q). Trong đó, doanh thu xuất khẩu đạt 117 tỷ đồng (+10.2% n/n nhưng giảm -9.9% q/q).
- Mảng kinh doanh khác tăng nhẹ 4.5% n/n, đạt 491 tỷ đồng. Đóng góp chính đến từ mảng thức ăn thủy sản của Feed-One (công ty con của VHC), các sản phẩm thủy sản khác (cá hồi, surimi...) và sản phẩm trái cây sấy (Thanh Ngọc Foods).
- Collagen & Gelatin (C&G), phụ phẩm và sản phẩm giá trị gia tăng lần lượt ghi nhận: 163 tỷ đồng (-31.5% n/n), 445 tỷ đồng (+4.5% n/n), và 27 tỷ đồng (+15.6% n/n). Trong đó, mảng C&G có mức sụt giảm thất vọng nhất do nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm giá trị gia tăng cao đang có sự chậm lại.

**Bảng 1. KQKD của VHC trong 1Q25**

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	q/q	n/n
Doanh thu	2,586	3,196	3,278	3,206	2,657	(17.4)	(7.3)
LNHD	207	386	394	474	247	(47.9)	19.4
Biên LNHD	7.3	11.9	12	14.8	9.3	(5.5)	2.1
LNTT	217	398	402	481	254	(47.1)	17.3
LNST	170	318	321	418	193	(54.6)	13.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

12T Xếp hạng **MUA (Duy trì)**

Giá mục tiêu **VND77,200**

Up/Downside **+49.3%**

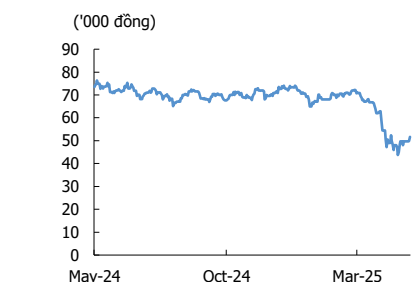
### Thông kê

VNIndex (06/05, điểm)	1,242
Giá cp (06/05, đồng)	51,700
Vốn hóa (tỷ đồng)	447
SLCP lưu hành (triệu)	224
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	76,347/43,750
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	2.31
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	49.9/23.6
Cổ đông lớn (%)	
Trương Thị Lệ Khanh	42.3
Mitsubishi Corp	6.5
Dragon Capital	6.8

### Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối	(5.1)	(26.3)	(29.7)
Tương đối	(7.8)	(25.2)	(31.5)

### Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

**Phòng phân tích**

researchdept@kisvn.vn

*Biên LN gộp 1Q25* thấp hơn kỳ vọng, ghi nhận ở mức 12.7% (+3.4 đpt n/n, nhưng -5.3 đpt q/q). Nguyên nhân chính đến từ giá cá tra nguyên liệu tăng cao trong 4Q24 và 1Q25. Song, VHC gặp tình trạng thiếu hụt cá tra nguyên liệu cỡ 800 gram, buộc công ty phải gia tăng nguyên liệu mua ngoài, qua đó làm tăng chi phí trên mỗi kg thành phẩm. Bên cạnh đó, VHC cũng ghi nhận chi phí trích lập dự phòng hàng tồn kho lên tới 41.5 tỷ đồng trong 1Q25.

*Chi phí QLBH/doanh thu trong 1Q25* đi ngang n/n và giảm nhẹ 1.7% q/q, đạt 4.6%. Doanh thu tài chính đạt 90 tỷ đồng, chủ yếu nhờ lãi chênh lệch tỷ giá (44.5 tỷ đồng) và lãi tiền gửi (29.2 tỷ đồng). Trong khi đó, chi phí tài chính tăng n/n do VHC tiếp tục trích lập dự phòng giảm giá đầu tư (4.2 tỷ đồng so với mức hoàn nhập 12.3 tỷ đồng trong 1Q24) và ghi nhận lỗ tỷ giá (35.6 tỷ đồng trong 1Q25 so với 28.4 tỷ đồng trong 1Q24).

LNST-CTM ghi nhận ở mức 193 tỷ đồng (+13.8% n/n/ -54.6% q/q), thấp hơn dự báo của chúng tôi cho 1Q25. Kết quả này hoàn thành lần lượt 20%/13.5% kế hoạch LNST và dự báo của chúng tôi cho 2025F.

### **Ưu và nhược điểm: Áp lực biên LN kỳ vọng sẽ giảm trong 2Q25F**

*Trong 2Q25F, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ của VHC sẽ tăng ở mức một chữ số*, do công ty có thể đẩy mạnh bán hàng trước khi thời hạn trì hoãn thuế đối ứng 90 ngày kết thúc. Trong khi đó, thị trường EU dự kiến sẽ duy trì ổn định trong 2Q25F. Ngược lại, nhu cầu tiêu dùng yếu tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường Trung Quốc, hạn chế khả năng phục hồi mạnh sản lượng xuất khẩu tại thị trường này.

*Về giá bán cá tra*, chúng tôi kỳ vọng giá bán của VHC sẽ đi ngang q/q do thiếu động lực tăng trưởng trong ngắn hạn.

*Biên LN gộp trong 2Q25F có thể dần phục hồi*, nhờ giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt khi mùa cao điểm thu hoạch cá tra nguyên liệu bắt đầu. Chúng tôi tin rằng tình trạng thiếu hụt cá tra nguyên liệu có thể được giải quyết và không còn gây áp lực lên biên LN của VHC.

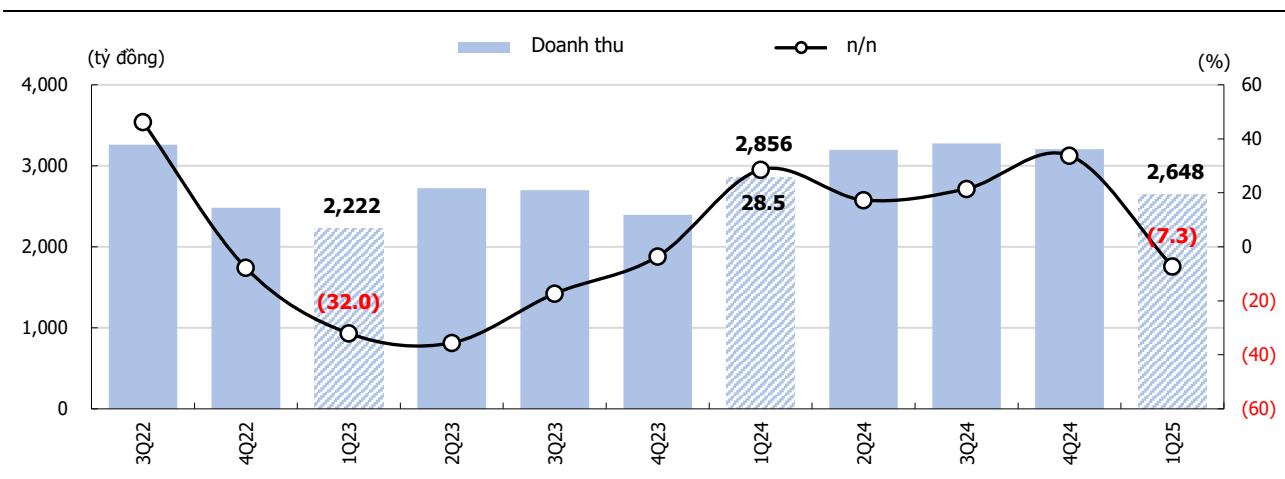
### **Khuyến nghị: Duy trì khuyến nghị MUA đối với VHC**

Chúng tôi duy trì **khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHC**, với giá mục tiêu 77,200 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, mức giá mục tiêu này đang được xem xét lại để phản ánh tác động của "thuế đối ứng".

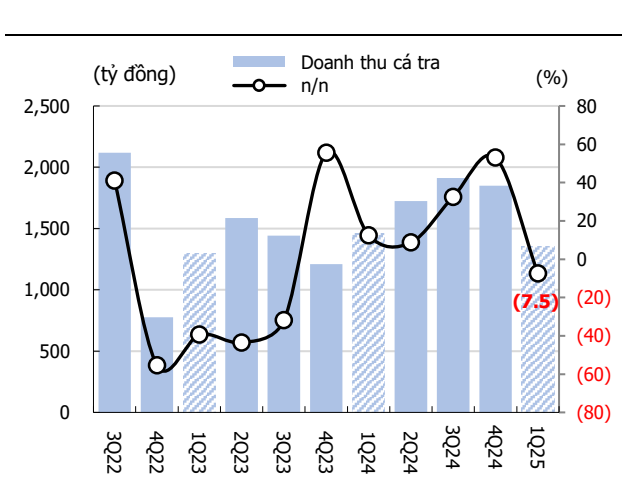
**Bảng 1. Tăng trưởng các sản phẩm chính và các thị trường trọng điểm của VHC trong 1Q25**

		1Q24	4Q24	1Q25	n/n	q/q
<b>Sản phẩm</b>	Cá tra	1,463	1,850	1,354	(7.5)	(26.8)
	Phụ phẩm	448	505	445	(0.7)	(11.9)
	Thực phẩm chức năng	238	142	163	(31.5)	14.8
	Giá trị gia tăng	32	29	27	(15.6)	(6.9)
	Khác	470	492	491	4.5	(0.2)
	Sản phẩm từ gạo	66	94	88	33.3	(6.4)
	Bánh phồng tôm	93	91	76	(18.3)	(16.5)
<b>Quốc gia</b>	Mỹ	723	1,020	686	(5.1)	(32.7)
	EU	553	525	576	4.2	9.7
	Trung Quốc	339	317	217	(36.0)	(31.5)
	Việt Nam	807	910	817	1.2	(10.2)
	ROW (bao gồm Hồng Kông)	389	431	347	(10.8)	(19.5)

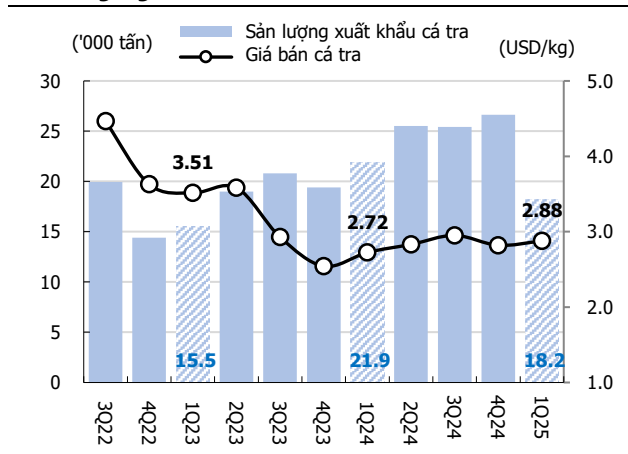
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

**Hình 1. Tổng doanh thu ghi nhận 2,648 tỷ đồng, giảm -7.3% n/n and -17.4% q/q trong 1Q25**

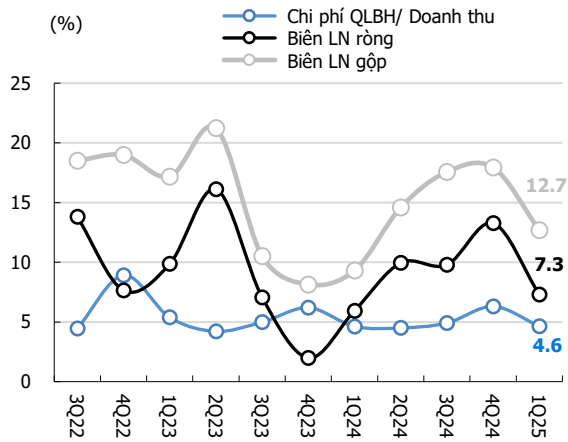
Nguồn: Dữ liệu công ty, FinproX, KIS Research

**Hình 2. Doanh thu cá tra giảm 7.5% n/n**

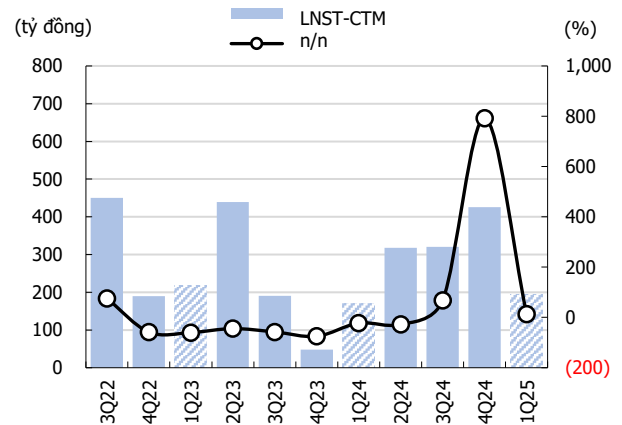
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS research

**Hình 3... Chủ yếu do sản lượng giảm mạnh, trong khi giá bán đi ngang**

Nguồn: Agromonitor, KIS research

**Hình 4. Biên LN gộp giảm do giá cá tra nguyên liệu leo thang trong khi giá bán bán đầu ra tăng chậm hơn**

Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS Research

**Hình 5... Dẫn đến LNST-CTM thấp hơn dự phóng của chúng tôi, chỉ đạt 193 tỷ đồng (+13.8% n/n/ -54.6% q/q)**

Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS Research

**■ Tổng quan công ty**

CTCP Vĩnh Hoàn được thành lập từ 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 dẫn đầu trong ngành cá tra, chiếm 14% thị phần. Các sản phẩm của VHC đã có mặt tại các chuỗi bán lẻ nổi tiếng và được phân phối đến các công ty dịch vụ thực phẩm hàng đầu trên toàn cầu.

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn (điều chỉnh)	7,640	7,888	8,241	8,927	10,256
Tiền và tương đương tiền	553	233	570	741	1,417
Accounts & other receivables	2,330	1,578	2,207	2,161	2,421
Inventory	2,818	3,763	2,911	3,518	3,878
Tài sản dài hạn (điều chỉnh)	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
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11,583</b>	<b>11,943</b>	<b>12,249</b>	<b>13,725</b>	<b>15,507</b>
Người mua trả 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	-	-	-
<b>Tổng nợ và phải trả</b>	<b>3,889</b>	<b>3,351</b>	<b>3,247</b>	<b>3,697</b>	<b>4,051</b>
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
<b>Tổng VCSH</b>	<b>7,694</b>	<b>8,591</b>	<b>9,002</b>	<b>10,027</b>	<b>11,456</b>

**Lưu chuyển tiền tệ**

(tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2022A	2023A	2024A	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 và khấu trừ	327	402	456	489	560
Tăng vốn lưu động 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)
Tăng đầu tư tài chính	(407)	(121)	(169)	211	228
Dòng tiền tài chính	284	(73)	(912)	(756)	(259)
Tăng vốn chủ	154	57	-	-	-
Tăng nợ	-	(129)	(13)	(308)	189
Chi trả cổ tức	(367)	-	(899)	(448)	(448)
Dòng tiền khác	(2)	(2)	(1)	-	-
<b>Tăng tiền mặt</b>	<b>358</b>	<b>(320)</b>	<b>337</b>	<b>130</b>	<b>672</b>

**Kết quả kinh doanh**

(tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2022A	2023A	2024A	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
Lợi nhuận gộp	2,976	1,493	1,891	2,411	2,899
Chi phí bán hàng & QLDN	721	524	639	686	765
<b>LN hoạt động</b>	<b>2,254</b>	<b>969</b>	<b>1,253</b>	<b>1,724</b>	<b>2,134</b>
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	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>2,323</b>	<b>1,145</b>	<b>1,496</b>	<b>1,825</b>	<b>2,226</b>
Thuế TNDN	310	171	186	275	335
<b>LN sau thuế</b>	<b>2,013</b>	<b>974</b>	<b>1,311</b>	<b>1,550</b>	<b>1,894</b>
LN ròng cho công ty mẹ	1,975	919	1,234	1,435	1,754
<b>EBITDA</b>	<b>2,712</b>	<b>1,646</b>	<b>1,992</b>	<b>2,424</b>	<b>2,922</b>

**Chỉ số tài chính**

Cuối T12 năm tài chính	2022A	2023A	2024A	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 6/05/2025.

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 6/05/2025.

Prepared by: 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..