



CTCP Vĩnh Hoàn (VHC VN)

[Việt Nam / Thủy sản]

Bloomberg Code (VHC VN) | Reuters Code (VHC.HM)

MUA

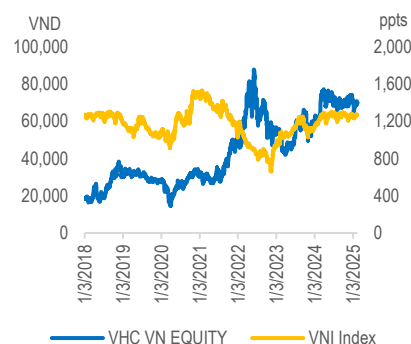
Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **72,150 VND**Giá hiện tại (11/09/2025) **59,700 VND**Suất sinh lời (%) **20.8%**

VNINDEX	1,657
HNXINDEX	274
Vốn hóa (tỷ VND)	13,399
SLCP lưu hành (triệu CP)	224
Tự do giao dịch (triệu CP)	112
52-tuần cao/thấp (VND)	74,100/43,800
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.7
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	54

Cổ đông lớn (%)	Trương Thị Lệ Khanh	42.32
	Mitsubishi Corporation	6.42

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-5.5	1.3	6.2
So với VN-Index (%)	-7.3	-1.7	0.2



Nguồn: Bloomberg

Ngân Hoàng

(84-28) 6299-8000
support@shinhan.com

Thào Nguyễn – Chuyên viên phân tích

(84-28) 6299-8004
thao.np@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Vị thế vững vàng và hiệu quả kinh doanh vượt trội

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 72,150 đồng

CTCP Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp đầu ngành cá tra Việt Nam, chiếm 14% tổng kim ngạch xuất khẩu của cả nước. VHC tiên phong xây dựng chuỗi giá trị hoàn thiện với quy mô sản xuất lớn và đạt nhiều tiêu chuẩn quốc tế, dẫn đầu tại các thị trường chủ lực Mỹ và EU. Trong ngắn hạn, mặc dù vẫn còn nhiều yếu tố biến động từ thuế quan, chúng tôi đánh giá lợi nhuận VHC vẫn tiếp tục duy trì tăng nhờ kiểm soát tốt chi phí đầu vào. Trong dài hạn, chúng tôi đánh giá VHC còn nhiều tiềm năng tăng trưởng nhờ: (1) Dẫn đầu ngành cá tra toàn cầu nhờ chuỗi giá trị khép kín, tự chủ nguyên liệu; (2) Cơ cấu doanh thu đa dạng với tiềm năng tăng trưởng lớn; (3) Giữ vững vị thế tại Mỹ & EU nhờ nguồn cung ổn định, giá cạnh tranh; (4) Tận dụng hiệu quả các FTA và thị trường nội địa. Bằng phương pháp FCFF và P/E với tỉ lệ 50/50, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA VHC với giá mục tiêu 72,150 đồng, tương ứng mức sinh lời 20.8%.

VHC dẫn đầu ngành cá tra toàn cầu nhờ chuỗi giá trị khép kín và tỉ lệ tự chủ ước tính cao trên 75%

Sở hữu chuỗi giá trị khép kín từ con giống, nuôi trồng, chế biến đến tiêu thụ và tận dụng phụ phẩm, VHC dẫn đầu ngành cá tra toàn cầu nhờ khả năng truy xuất nguồn gốc và chất lượng sản phẩm vượt trội. Tỉ lệ tự chủ nguyên liệu ước tính đạt hơn 75% và chủ động hoàn toàn nguồn thức ăn từ năm 2022 giúp VHC tối ưu chi phí sản xuất và duy trì biên lợi nhuận ổn định.

Cơ cấu doanh thu đa dạng, tận dụng mảng giá trị gia tăng để duy trì tăng trưởng và biên lợi nhuận cao

Ngoài cá tra phi lê đông lạnh (56% doanh thu), VHC còn có các mảng chiến lược bao gồm Collagen & Gelatin, sản phẩm giá trị gia tăng, bánh phồng và các sản phẩm từ gạo, trái cây sấy. Chúng tôi đánh giá các mảng này là động lực tăng trưởng mạnh mẽ của VHC trong thời gian tới nhờ: (1) Giảm rủi ro phụ thuộc vào cá tra đông lạnh; (2) Đem lại biên lợi nhuận cao nhờ tận dụng phụ phẩm cá phi lê; (3) Đón đầu xu hướng tiêu dùng thực phẩm chế biến sẵn và chăm sóc sức khỏe tại các thị trường lớn.

Nguồn cung ổn định và giá thành cạnh tranh giúp VHC giữ vững vị thế tại hai thị trường trọng điểm là Mỹ và EU

Cá tra có kỳ sinh sản ngắn (6-8 tháng) và mô hình nuôi liên kết đem lại lợi thế trong bối cảnh nguồn cung cá trắng toàn cầu thiếu hụt do cắt giảm 25% hạn ngạch cá tuyết tại biển Barents. Tại Mỹ, VHC có thể mở rộng thị phần nhờ giá thành cạnh tranh và lệnh cấm thủy sản Nga dù bị áp mức thuế 20%. Tại EU, cá tra được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì vị thế trong 2025-2026 nhờ tận dụng tốt EVFTA, nguồn cung cá tuyết sụt giảm, cùng với việc cá trắng từ Nga và Trung Quốc bị áp thuế lên đến 13.7%.

Tận dụng hiệu quả các FTA và thị trường nội địa

Hiện nay, VHC có thể tận dụng các hiệp định thương mại tự do như CPTPP, UKVFTA, Mercosur để mở rộng sang các thị trường mới như Anh, Mexico, Brazil nhờ khả năng đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế và kinh nghiệm phát triển thị trường dày dặn. Ngoài ra, thị trường nội địa vẫn là miếng bánh lớn chưa có nhiều doanh nghiệp khai thác, khi chỉ mới 5-7% sản lượng cá tra được tiêu thụ. Chúng tôi kì vọng các thị trường này sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới, giúp VHC giảm thiểu rủi ro và phụ thuộc vào các thị trường truyền thống. Dự báo 2025 kim ngạch xuất khẩu sang các thị trường mới và tiêu thụ nội địa sẽ đóng góp 30-35% tổng doanh thu của VHC.

Rủi ro: (1) Rào cản thương mại; (2) Cạnh tranh từ Ấn Độ, Bangladesh; (3) Biến đổi khí hậu & dịch bệnh; (4) Chi phí logistics tăng

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	10,033	12,535	12,518	12,435	11,967
LN từ HĐKD (tỷ VND)	969	1,253	1,472	1,355	1,048
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	974	1,311	1,486	1,378	1,003
EPS (VND)	4,914	5,496	6,232	5,779	4,206
BPS (VND)	44,629	38,685	45,306	51,447	55,915
OPM (%)	9.7%	10.0%	11.8%	10.9%	8.8%
NPM (%)	9.7%	10.5%	11.9%	11.1%	8.4%
ROE (%)	11.3%	14.6%	14.1%	11.5%	7.7%
PER (x)	17.4	15.6	13.8	14.8	20.4
PBR (x)	1.9	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	7.8	6.5	5.6	5.9	7.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

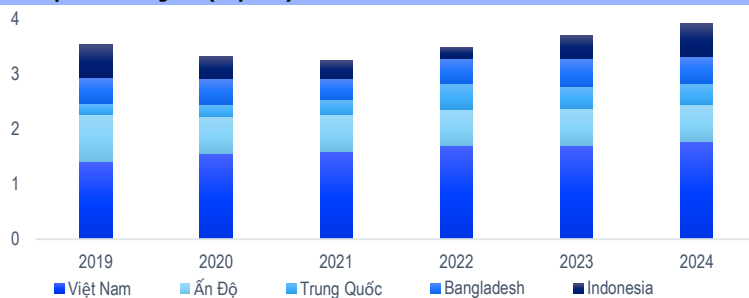
Tổng quan ngành cá tra

Vị thế của ngành cá tra Việt Nam

Duy trì vị thế dẫn đầu trên toàn thế giới nhờ điều kiện tự nhiên và mô hình nuôi trồng hiệu quả:

Việt Nam duy trì vị thế dẫn đầu toàn cầu trong ngành cá tra, chiếm khoảng 52% tổng sản lượng thế giới, vượt xa các đối thủ như Ấn Độ, Trung Quốc, Indonesia và Bangladesh – mỗi nước chỉ đóng góp từ 15-21%. Khác với các quốc gia này chủ yếu tiêu thụ nội địa, Việt Nam tập trung vào xuất khẩu, chiếm tới 90-94% kim ngạch xuất khẩu cá tra toàn cầu. Cá tra được nuôi tập trung tại Đồng bằng sông Cửu Long – khu vực sở hữu hệ thống sông ngòi dày đặc, ao hồ tự nhiên rộng lớn và nguồn nước giàu phù sa từ hạ lưu sông Mekong. Điều kiện tự nhiên lý tưởng này đã tạo nền tảng cho mô hình nuôi trồng thủy sản quy mô lớn, hiệu quả và bền vững, giúp Việt Nam giữ vững vị trí số một trên thị trường thế giới.

Sản lượng cá tra của top 5 nước hàng đầu (Triệu tấn)



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

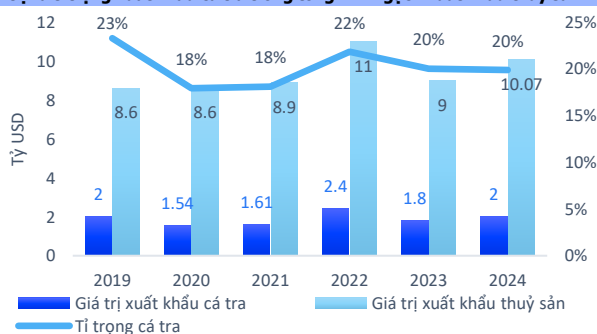
Vai trò chiến lược của ngành cá tra Việt Nam:

Cá tra là một trong những ngành chiến lược của thủy sản Việt Nam, chiếm khoảng 20% tổng kim ngạch xuất khẩu. Mặc dù xuất khẩu cá tra gặp nhiều biến động, mỗi năm ngành mang về trung bình khoảng 2 tỷ USD, đóng góp đáng kể vào tăng trưởng của ngành thủy sản.

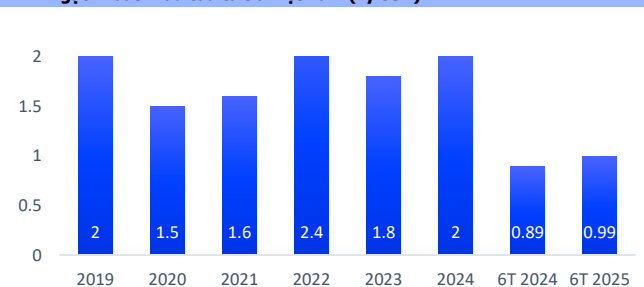
Diễn biến ngành cá tra trong 6 tháng đầu năm 2025:

Trong 6 tháng đầu năm 2025, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 997 triệu USD (+11% YoY), với Mỹ là thị trường đóng góp chủ lực nhờ giá bán tăng và doanh nghiệp đẩy mạnh giao hàng trước khi áp thuế đối ứng. Dù thị trường Mỹ còn tiềm ẩn nhiều rủi ro do mức thuế đối ứng 20% có hiệu lực từ 1/8/2025 có thể hạn chế các đơn hàng mới, chúng tôi đánh giá trong nửa cuối năm 2025 xuất khẩu cá tra sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng nhờ chiến lược đa dạng hoá thị trường.

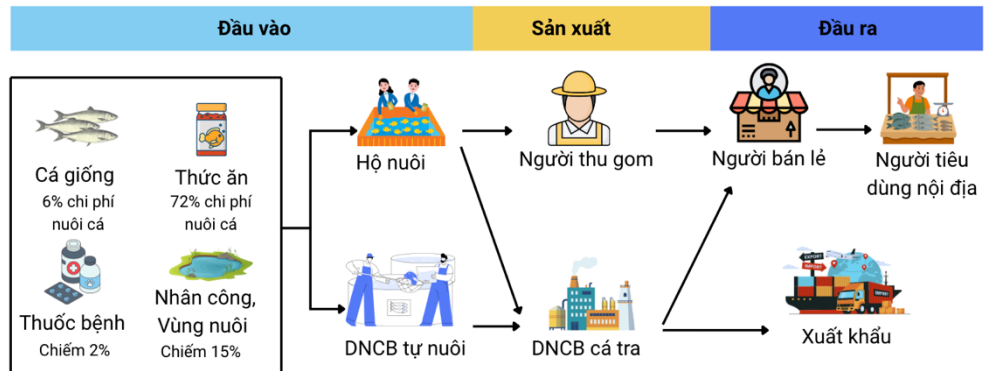
Giá trị và tỉ trọng xuất khẩu cá tra trong tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản



Kim ngạch xuất khẩu của cá tra Việt Nam (Tỷ USD)



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Chuỗi giá trị**1. Đầu vào: Khép kín, tỉ lệ tự chủ cao cùng với giá thành cạnh tranh và nguồn cung ổn định****1.1. Ngành cá tra Việt Nam sở hữu chuỗi giá trị khép kín với tỉ lệ tự chủ cao**

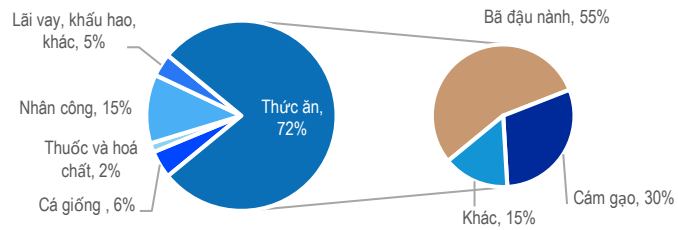
Chuỗi giá trị cá tra bắt nguồn từ khâu ương nuôi con giống trong 2-3 tháng tại các trại sản xuất, sau đó chuyển tới các hộ nuôi hoặc doanh nghiệp để nuôi thành cá tra nguyên liệu (CTNL). Nhờ sở hữu chuỗi giá trị khép kín – từ con giống, thức ăn, nuôi trồng, chế biến đến phân phối – ngành cá tra Việt Nam có khả năng kiểm soát chặt chẽ chất lượng ở từng công đoạn và đáp ứng đầy đủ yêu cầu truy xuất nguồn gốc của các thị trường quốc tế. Tỷ lệ nội địa hoá của cá tra Việt Nam ở mức cao, chúng tôi ước tính chỉ khoảng 24% chi phí chế biến đến từ nhập khẩu, trong đó chủ yếu là bã đậu nành và một phần nhỏ thuốc bệnh. Nhờ đó, cá tra ít phụ thuộc vào nguồn cung quốc tế, giúp giảm thiểu rủi ro về tỉ giá và gián đoạn logistics.

Tỉ lệ chi phí nội địa và nhập khẩu trong tổng chi phí chế biến cá tra

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

1.2. Xu hướng giá thức ăn trên đà giảm sau khi đạt đỉnh ở 2020-2022

Trong tổng chi phí nuôi cá tra nguyên liệu, thức ăn chiếm tỉ trọng lớn nhất với 72%. Thành phần chủ yếu của thức ăn cá tra bao gồm bã đậu nành, cám gạo và bột cá. Ngoại trừ bã đậu nành là nguyên liệu nhập khẩu, các nguyên liệu khác đều được cung ứng nội địa.

Chi phí nuôi cá tra nguyên liệu ước tính

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Bã đậu nành: Việt Nam chủ yếu nhập khẩu đậu nành từ Brazil, Mỹ và Canada do giá nhập rẻ hơn và nguồn cung trong nước hạn chế. Diện tích trồng trong nước giảm mạnh từ 200,000 ha (2010) xuống 20,000 ha (2024), với giá nội địa từ 25,000–30,000 đồng/kg, gần gấp đôi giá nhập.

Xu hướng giá: Trong 5 tháng đầu năm 2025, giá nhập khẩu đậu nành từ Mỹ và Brazil lần lượt giảm 18% và 9% YoY do nguồn cung tăng và nhu cầu yếu.

(1) Nguồn cung tăng mạnh nhờ mùa vụ thuận lợi tại Brazil, Argentina và Mỹ, trong đó tiến độ gieo trồng tại Mỹ đạt 84% (so với mức trung bình 80%);

(2) Nhu cầu suy yếu khi Trung Quốc, nước nhập khẩu đậu nành lớn nhất thế giới, đã hoàn tất nhập khẩu vào cuối năm 2024 sau khi tích trữ lượng lớn do lo ngại về chính sách thương mại Mỹ. Ngoài ra, triển vọng kinh tế Trung Quốc ảm đạm làm giảm kỳ vọng tiêu thụ thức ăn chăn nuôi, dẫn tới nhu cầu nhập khẩu đậu nành suy yếu.

Chúng tôi nhận định giá bã đậu nành trong thời gian nửa cuối 2025 và 2026 sẽ tiếp tục xu hướng giảm nhờ vào (1) Việt Nam chuyển hướng sang nhập khẩu từ Mỹ do hưởng mức giá ưu đãi hơn khi thuế nhập khẩu giảm về 0% từ tháng 4/2025; (2) Nguồn cung ổn định với sản lượng dồi dào từ Mỹ và Nam Mỹ.

Giá khô đậu tương giao dịch thương mại nội địa

Nguồn: AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Cám gạo: Giá gạo trong nước chịu áp lực bởi xu hướng giảm chung của giá gạo toàn thế giới khi Ấn Độ gỡ lệnh cấm xuất khẩu gạo trắng từ 9/2024, đẩy nguồn cung toàn cầu lên mức kỷ lục 532.66 triệu tấn năm 2025 (+11.6 triệu tấn YoY). Ngoài ra, sản lượng gạo nội địa của Indonesia (thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam) tăng mạnh, khiến lượng gạo nhập khẩu từ Việt Nam trong 5 tháng đầu năm giảm 97% YoY. Hệ quả là tồn kho gạo tại Việt Nam tăng cao, buộc thương lái phải bán tháo với giá thấp trên thị trường trong nước.

Chúng tôi dự báo giá cám gạo sẽ tiếp tục giảm đến hết 2026 do dư nguồn cung toàn cầu và trong nước, với diện tích gieo trồng vụ hè thu 2025 tăng mạnh lên 1,258 ha (+111.3% YoY).

Giá cám gạo giao dịch thương mại nội địa



Nguồn: AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, giá thức ăn cá tra dự báo tiếp tục giảm trong 2025–2026 nhờ xu hướng giá của cám gạo và bã đậu nành giảm. Qua đó biên lợi nhuận của các doanh nghiệp chế biến cá tra được kỳ vọng sẽ được cải thiện.

1.2. Xu hướng liên kết giữa hộ nuôi và doanh nghiệp chế biến giúp ổn định nguồn cung cá tra nguyên liệu trong dài hạn

Giá cá tra nguyên liệu tại Đồng Tháp



Nguồn: AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Trong giai đoạn 2016-2021, giá CTNL biến động mạnh do mô hình nuôi tự phát – giá tăng thì ồ ạt thả nuôi, giá giảm thì treo ao – cùng với tác động từ dịch Covid-19 và các rào cản thương mại khiến nhu cầu xuất khẩu thiếu ổn định. Bên cạnh đó, tỉ lệ hao hụt cá giống cao cũng góp phần gây ra sự biến động này.

Tuy nhiên, giá CTNL được kỳ vọng ổn định hơn trong tương lai nhờ hai yếu tố chính:

- (1) **Nguồn cung cá giống được cải thiện** với tỷ lệ ương thành công tăng từ 5.6% lên 13% giai đoạn 2020–2024, nhờ triển khai Đề án cá tra 3 cấp¹, cung ứng 4 tỷ cá giống năm 2024 (+16% YoY);
- (2) **Xu hướng liên kết giữa hộ nuôi và doanh nghiệp chế biến lan rộng**, giúp doanh nghiệp đảm bảo được nguồn cung CTNL ổn định, qua đó ổn định giá cả và chất lượng cá. Mô hình này hoạt động bằng cách doanh nghiệp đầu tư các nguyên liệu đầu vào (giống, thức ăn, thuốc bệnh, kỹ thuật) cho hộ nuôi, sau đó đảm bảo đầu ra bằng cách thu mua toàn bộ CTNL từ hộ nuôi. Do đó hạn chế tối đa tình trạng tăng giảm thả nuôi theo giá. Mô hình này cho thấy hiệu quả tích cực, với tỷ lệ hộ liên kết đạt 83% ở Đồng Tháp và 87.6% ở An Giang vào năm 2024 cao hơn đáng kể so với mức 8.6% ở 2012.

¹ Đề án cá tra 3 cấp nhằm cải thiện chất lượng giống cá tra qua 3 bước: chọn lọc cá bố mẹ (cấp 1), nhân giống (cấp 2), và cung cấp cá giống thương phẩm (cấp 3), giúp nâng cao năng suất và đáp ứng yêu cầu xuất khẩu.

2. Quy trình sản xuất: Đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế, nâng chất lượng cá tra xuất khẩu

Ngày càng nhiều doanh nghiệp cá tra tại ĐBSCL đáp ứng yêu cầu khắt khe của thị trường xuất khẩu thông qua các chứng nhận như VietGAP (nền tảng nội địa), ASC và GlobalGAP (tiêu chuẩn quốc tế). Tính đến năm 2021, 100% cơ sở nuôi được kiểm soát an toàn thực phẩm với tổng diện tích 5,370ha, khoảng 70% diện tích đạt chứng nhận nuôi tốt với 1,900 ha đạt VietGAP và 2,000 ha đạt các chuẩn quốc tế như ASC, GlobalGAP, BAP. Ngoài ra, 4,860 ao nuôi được cấp mã số nhận diện và quản lý truy xuất nguồn gốc trực tuyến. Những bước tiến này khẳng định cá tra Việt Nam không chỉ có lợi thế giá mà còn ngày càng nâng cao chất lượng, đủ sức thâm nhập các thị trường khó tính.

Diện tích vùng nuôi đạt chứng nhận (ha)

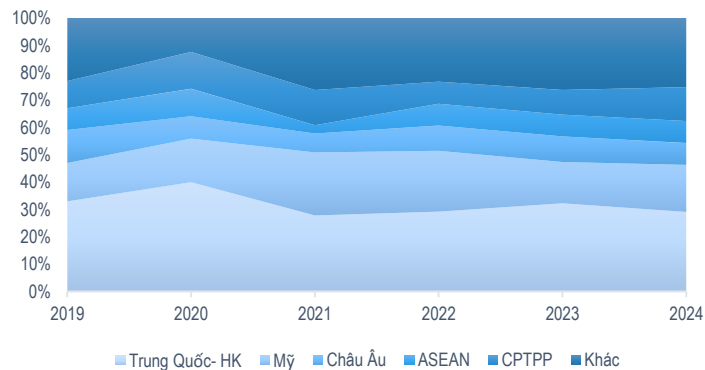


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Thị trường tiêu thụ đa dạng

Trung Quốc & HK là thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam, sau đó tới Mỹ, EU, các nước CPTPP, ASEAN và một số quốc gia khác như Brazil, Thái Lan. Thị phần của Trung Quốc và Mỹ giảm dần qua các năm, trong khi đó EU tương đối ổn định, ASEAN và CPTPP cho thấy tiềm năng tăng trưởng trong tương lai.

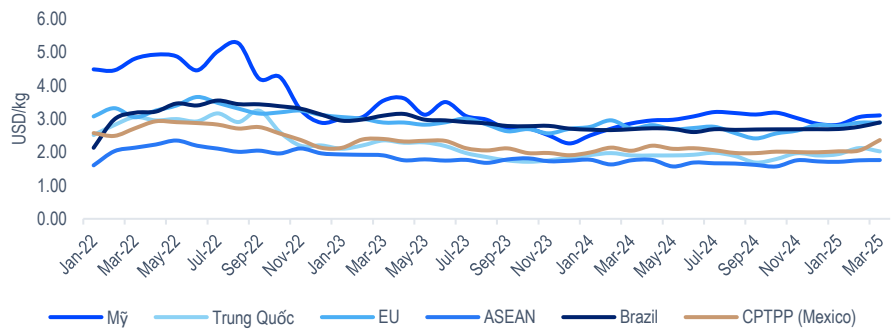
Tỉ trọng xuất khẩu cá tra Việt Nam theo thị trường



Nguồn: AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Giá cá tra xuất khẩu sang Trung Quốc, ASEAN và CPTPP hiện ở mức thấp nhất, Mỹ, EU và Brazil có giá trị xuất khẩu cao hơn. Sau đợt giảm sâu ở 2023 do dư nguồn cung, giá xuất khẩu cá tra tại các thị trường đang tăng trở lại trong 2024 và đầu năm 2025 do tình hình thiếu hụt nguồn cung cá trắng toàn cầu, giúp cải thiện biên lợi nhuận của ngành.

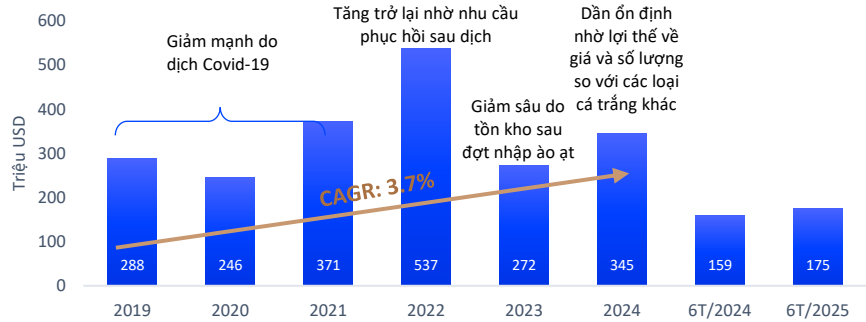
Giá cá tra xuất khẩu sang các thị trường chính



Nguồn: AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Bảng: Tổng quan các thị trường xuất khẩu chính của cá tra Việt Nam

Thị trường	Đặc điểm thị trường	Lợi thế chính của cá tra Việt Nam	Thách thức lớn nhất	Dự báo 2025 -2026
Mỹ	Giá bán cao, dân số đông	Giá cạnh tranh, nguồn cung dồi dào, đa dạng sản phẩm	Thuế chống bán phá, rủi ro thuế đối ứng	Tăng trưởng bền vững nhờ lợi thế giá rẻ và sản lượng lớn, các loại cá khác giảm hạn ngạch hoặc gặp rào cản thuế quan
Trung Quốc	Yêu cầu kỹ thuật thấp và dân số đông	Giá tốt, nhu cầu ổn định	Cạnh tranh nội địa, sức mua yếu sau Covid-19	Biến động, xu hướng giảm do cạnh tranh từ nội địa và Nga
EU	Nguồn cung cá trắng nội địa thấp	Giá cạnh tranh, tận dụng EVFTA, nguồn cung cá trắng khác suy giảm	Sức mua yếu, yêu cầu về an toàn thực phẩm khắt khe, logistics phức tạp	Thị trường tiềm năng nhờ thiếu hụt nguồn cung cá trắng từ Nga và biển Barents
CPTPP	Đa dạng, tiềm năng sau khi Anh gia nhập	Ưu đãi FTA, mở ra nhiều thị trường mới như Anh, Mexico	Biến động ngắn hạn về nhu cầu và giá	Thị trường tiềm năng còn nhiều dư địa khai phá
ASEAN	Gần về vị trí địa lý và khẩu vị tương đồng	Vận chuyển thuận lợi, ưu đãi thuế từ hiệp định ASEAN	Cạnh tranh với cá nội địa	Thị trường an toàn và tiềm năng để đa dạng hoá
Brazil	Phần lớn nguồn cung cá trắng trong nước là nhập khẩu, sức tiêu thụ đầu người lớn, giá xuất khẩu cao	Giá rẻ, sản lượng lớn	Hàng rào kỹ thuật và an toàn thực phẩm ngày càng khắt khe	Tăng trưởng nhờ nhu cầu lớn và kỳ vọng ưu đãi thuế từ FTA với Mercosur

3.1. Thị trường Mỹ: Nhiều cơ hội nhưng cần thận trọng trước những biến động**Kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Mỹ**

Nguồn: AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Các loại thuế áp lên cá tra tại thị trường Mỹ và xu hướng tiêu thụ:

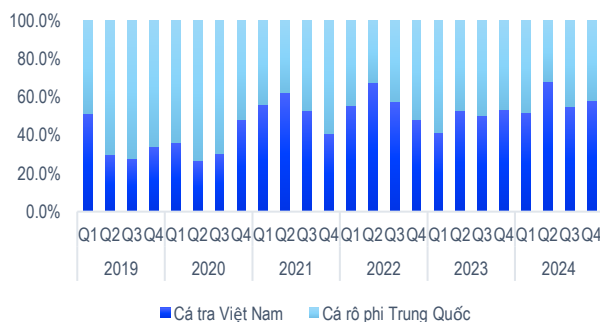
Bên cạnh yêu cầu khắt khe về chất lượng và truy xuất nguồn gốc, cá tra Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ còn chịu nhiều loại thuế chống thuế. Trước đây, sản phẩm chỉ bị áp thuế chống bán phá giá (CBPG) dao động từ 0–2.29 USD/kg tùy doanh nghiệp. Tuy nhiên, từ tháng 8/2025, cá tra có khả năng bị Mỹ áp thêm thuế đối ứng ở mức 20%.

- (1) **Thuế chống bán phá giá (CBPG):** Cá tra Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ bị áp thuế CBPG được điều chỉnh qua từng kỳ rà soát hành chính (POR) kể từ năm 2003.

	POR15	POR16	POR17	POR18	POR19	POR20
Mức thuế chung toàn quốc	2.39 USD/kg					
Số lượng các doanh nghiệp được hưởng mức thuế 0%	1	2	1	1	1	8

Kết quả của kỳ rà soát POR20 (giai đoạn 2022–2023) ghi nhận bước tiến tích cực với 8 doanh nghiệp được áp mức thuế CBPG là 0 USD/kg, trong đó Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp duy nhất được ra khỏi phạm vi áp thuế. Đây là tín hiệu rất tích cực, mở ra cơ hội lớn để cá tra Việt Nam mở rộng thị phần tại Mỹ.

- (2) **Thuế đối ứng:** Mức thuế 20% dự kiến đẩy giá bán cá tra lên khoảng 4 USD/kg. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ không ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ do: (1) Cá tra vẫn giữ lợi thế trong phân khúc giá rẻ và tiếp tục xu hướng chiếm thêm thị phần từ cá rô phi, vốn là đối thủ chính; (2) Thực tế cho thấy người tiêu dùng Mỹ sẵn sàng chấp nhận mức giá cao, khi trong các năm như 2018 và 2022, dù giá cá tra lên tới 4.46 USD/kg, nhập khẩu vẫn ở mức lớn.

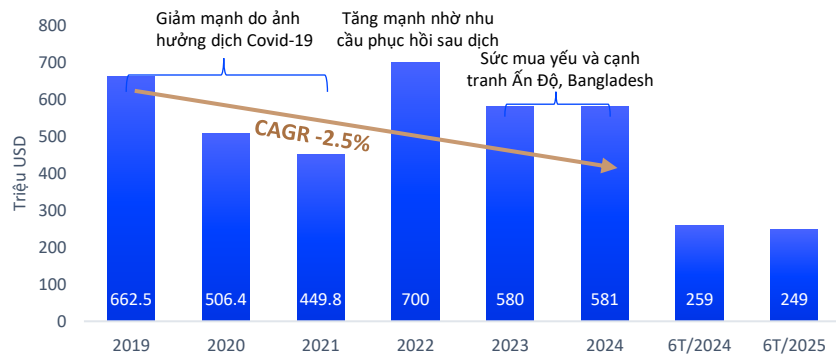
Tỉ trọng tiêu thụ cá tra Việt Nam và cá rô phi Trung Quốc tại Mỹ**Giá bán trung bình và lượng cá tra xuất khẩu Mỹ**

Nguồn: US Customs, AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Bảng: Khả năng cạnh tranh của Việt Nam so với các loại cá trắng khác trong trường hợp chịu thuế đối ứng 20%

Loại cá (Nguồn gốc)	Thị phần cá trắng nhập khẩu tại Mỹ	Giá gốc (USD/kg)	Thuế (%)	Giá sau thuế (USD/kg)	Mức độ cạnh tranh
Cá tra (Việt Nam)	18-21%	3.4	20%	4.1	
Cá rô phi (Trung Quốc)	45%	4	55%	6.2	Mức độ thấp: Giá cao gần gấp 2 lần cá tra, khả năng mất thị phần
Cá minh thái (nội địa Mỹ)	-	≈5.0	0%	≈5.0	Mức độ trung bình: Do sản lượng giới hạn nên chia sẻ thị phần với cá tra
Cá tuyết/ Cá minh thái (Nga, Trung Quốc)	30%	-	-	-	Mức độ thấp: Nguồn cung thiếu hụt do Mỹ gia hạn lệnh cấm hải sản có nguồn gốc Nga đến 4/2026

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3.2. Thị trường Trung Quốc: Thị trường lớn nhưng còn nhiều biến động sau đại dịch Covid-19**Kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc**

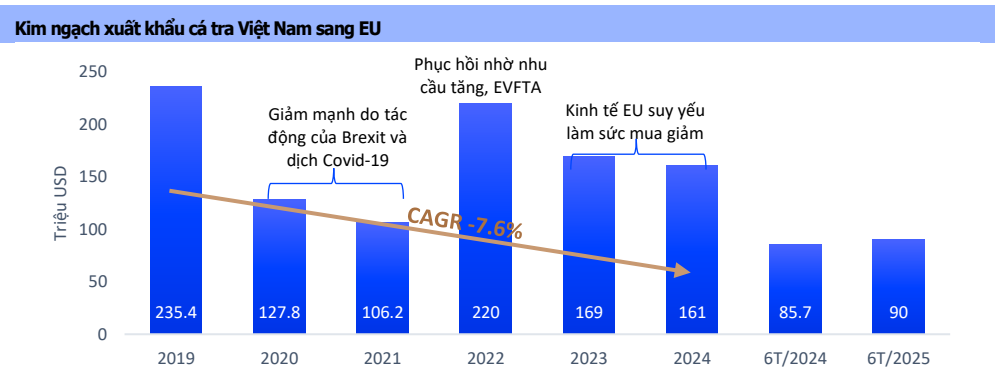
Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Trung Quốc là thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam, chiếm 26.5% với 119/448 doanh nghiệp tham gia. Sau giai đoạn tăng mạnh năm 2022 nhờ nhu cầu phục hồi hậu Covid-19, xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc gần đây có dấu hiệu chững lại do cạnh tranh từ Ấn Độ, Bangladesh và sức mua yếu. Trong ngắn hạn, kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc dự kiến giảm do người tiêu dùng Trung Quốc chuộng cá tra cỡ lớn (>1.2kg/con) để chế biến nguyên con, trong khi Việt Nam hiện thiếu nguồn cung này (chỉ chiếm 5% trong tổng sản lượng cá tra). Nền kinh tế trì trệ kéo dài hậu Covid-19 cũng sẽ tiếp tục gây sức ép lên tiêu dùng tại quốc gia này.

Đối thủ cạnh tranh chính của cá tra Việt Nam tại Trung Quốc:

Tại thị trường Trung Quốc, cá tra Việt Nam cạnh tranh trực tiếp với cá minh thái, cá tuyết, và cá lóc nội địa. Trong đó, cá minh thái và cá tuyết là hai loại được ưa chuộng nhất. Khi nguồn cung thủy sản từ Nga - quốc gia xuất khẩu chính hai mặt hàng này gặp khó khăn tại các thị trường phương Tây do thuế và lệnh trừng phạt, Nga đang có xu hướng đẩy mạnh xuất khẩu sang Trung Quốc, làm tăng áp lực cạnh tranh cho cá tra Việt Nam. Ngoài ra, cá lóc nội địa với đặc điểm tương đồng về hương vị và giá trị dinh dưỡng đang có nguy cơ thay thế hoàn toàn cá tra nhập khẩu.

Chúng tôi dự báo xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc thời gian tới sẽ còn biến động và nhiều khả năng tiếp tục suy giảm do sức mua chưa phục hồi rõ rệt, tiêu thụ cá lóc nội địa tăng cộng với cạnh tranh cao từ Nga khác khiến thị phần cá tra Việt Nam giảm.

3.3. Thị trường EU: Nhiều tiềm năng tăng trưởng trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cá trắng và người tiêu dùng ưu tiên mặt hàng giá rẻ

Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Từ vị trí thứ 2 trong các thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam năm 2015, năm 2024 EU chỉ xếp thứ 4. Dù là thị trường lớn với nhiều tiềm năng, xuất khẩu gặp nhiều khó khăn suy yếu do kinh tế EU suy giảm (GDP chỉ tăng 1% trong 2024) và bất lợi từ cảnh báo “thẻ vàng” IUU làm giảm lợi thế dù Việt Nam có EVFTA hiệu lực từ 2020. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng EU vẫn là thị trường lớn và đối tác quan trọng cho ngành cá tra Việt Nam nhờ:

(1) Nguồn cung cá trắng tại EU khan hiếm giúp cá tra Việt Nam tăng thị phần:

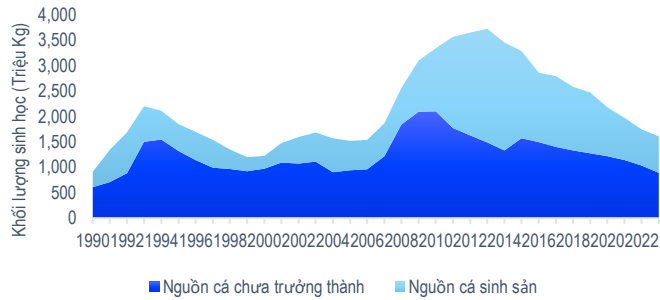
Ngắn hạn: Cá tra trở thành lựa chọn thay thế khi nguồn cung cá minh thái từ Nga và Trung Quốc sụt giảm EU phụ thuộc hoàn toàn vào Mỹ, Nga và Trung Quốc cho nguồn cung cá minh thái – loại cá được ưa chuộng nhất tại thị trường này. Tuy nhiên, kể từ ngày 1/1/2024, EU áp thuế 13.7% đối với cá minh thái và 12% đối với cá tuyết phi lê có xuất xứ từ Nga – thay cho mức thuế 0% trước đó. Điều này khiến nguồn cung cá trắng tại EU suy giảm nghiêm trọng. Đáng chú ý, khoảng 95% cá thịt trắng Trung Quốc nhập khẩu vào EU có nguồn gốc từ Nga, làm gia tăng thêm áp lực thiếu hụt.

Trong bối cảnh đó, cá tra Việt Nam – dù không thể thay thế hoàn toàn cá minh thái do khác biệt về hương vị và giá trị dinh dưỡng – vẫn có thể đóng vai trò là lựa chọn thay thế ngắn hạn nhờ ưu thế về sản lượng ổn định và giá thành cạnh tranh trong bối cảnh lạm phát gia tăng khiến người dân ưu tiên các sản phẩm giá rẻ.

Dài hạn: Cá tra tăng thị phần nhờ thiếu hụt nguồn cung cá tuyết tại biển Barent. Nguồn cung cá tuyết toàn cầu đang giảm mạnh: sản lượng vùng Đông Bắc Bắc Cực năm 2024 giảm 30% YoY, xuống mức thấp nhất

từ 2008; hạn ngạch khai thác tại Biển Barents năm 2025 cũng giảm 25%, thấp nhất từ 1991. Với khả năng tái đàn thấp do đánh bắt quá mức và chu kỳ sinh sản dài trong 5–7 năm, tình trạng thiếu hụt cá tuyết có thể kéo dài đến ít nhất 2028, tạo cơ hội dài hạn cho cá tra Việt Nam gia tăng thị phần trong phân khúc cá thịt trắng.

Trữ lượng cá tuyết Đông Bắc ở biển Barents



Nguồn: Giám sát môi trường tại Svalbard và Jan Mayen (MOSJ), Shinhan Securities Vietnam

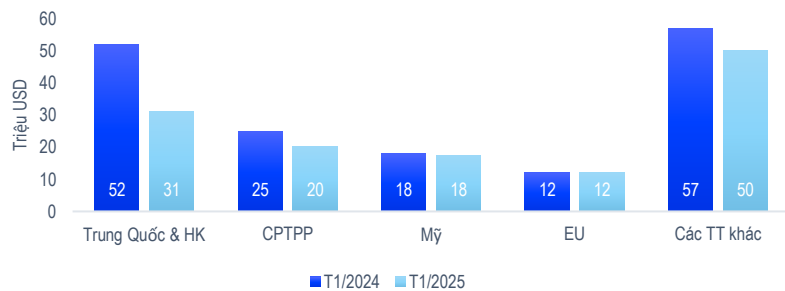
(2) Tận dụng EVFTA và khả năng gỡ “thẻ vàng” IUU để mở rộng thị trường

Từ năm 2017, ngành thủy sản Việt Nam bị EU cảnh báo “thẻ vàng” IUU, khiến xuất khẩu sang thị trường này gặp khó khăn. Tuy nhiên, với nỗ lực cải thiện hệ thống giám sát và truy xuất nguồn gốc, Việt Nam kỳ vọng được gỡ thẻ vào cuối năm 2025. Nếu thành công, đây sẽ là cú huých lớn giúp cá tra tăng trưởng tại EU. Ngoài ra, EVFTA được kỳ vọng sẽ được tận dụng hiệu quả hơn nhờ các doanh nghiệp có sự cải tiến trong chuỗi sản xuất và đáp ứng tốt các tiêu chuẩn truy xuất khắt khe.

3.4. Các nước thành viên thuộc CPTPP, Thái Lan và Brazil là những thị trường tiềm năng để đa dạng hoá nhờ ưu đãi từ các hiệp định FTA

CPTPP: Nhiều thị trường mới để khai phá, Anh gia nhập hiệp định giúp mở ra nhiều cơ hội

Xuất khẩu cá tra Việt Nam T1/2025



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Tháng 1/2025, CPTPP vượt Mỹ, trở thành thị trường nhập khẩu cá tra lớn thứ 2 của Việt Nam cho thấy tín hiệu tích cực sau giai đoạn biến động do Covid-19 và các khó khăn về vận chuyển, dù đã hưởng thuế suất ưu đãi 0% từ 2019. Các thị trường lần đầu có FTA với Việt Nam như Mexico, Canada ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong 2024: Mexico nhập 69 triệu USD (+5% YoY), Canada nhập 32 triệu USD (+10% YoY). Sau đợt nhập khẩu ồ ạt năm 2022, tồn kho tại các thị trường này đang dần cạn kiệt, dự báo nhập khẩu sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2025–2026, góp phần thúc đẩy kim ngạch xuất khẩu cá tra sang khối CPTPP.

Cuối 2024, Anh gia nhập CPTPP mở ra cơ hội mới cho cá tra Việt Nam nhờ lợi thế kép từ CPTPP và UKVFTA, trong khi các đối thủ như Thái Lan, Indonesia, Ấn Độ vẫn chưa có FTA với Anh. CPTPP đóng vai trò ngày càng quan trọng trong chiến lược mở rộng thị trường giúp cá tra giảm rủi ro từ Mỹ, EU và Trung Quốc.

ASEAN: Thị trường Thái Lan có nhiều thuận lợi về địa lí và khẩu vị

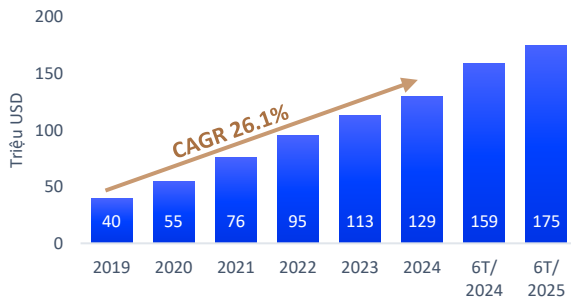
Trong năm 2025, Thái Lan là thị trường đơn lẻ nhập khẩu cá tra nhiều thứ 2 tại châu Á, chỉ sau Trung Quốc, với kim ngạch quý I đạt 20 triệu USD (+22% YoY). Vị thế của cá tra Việt Nam tại Thái Lan bao gồm (1) Nhu cầu tiêu thụ cao, khẩu vị tương đồng; (2) Vị trí địa lí thuận lợi giúp giảm chi phí vận chuyển, hưởng mức thuế ưu đãi từ hiệp định ATIGA.

Brazil: Giàu tiềm năng với giá xuất khẩu cao và nhu cầu lớn

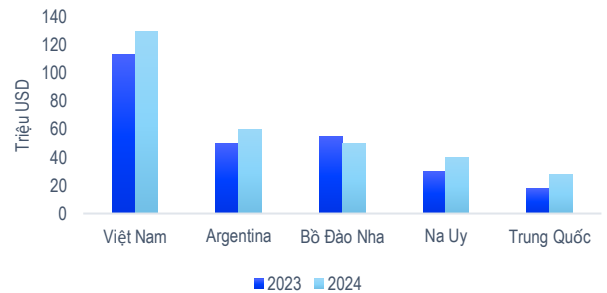
Brazil là thị trường xuất khẩu cá tra lớn thứ ba của Việt Nam, sau Trung Quốc và Mỹ, với tốc độ tăng trưởng ấn tượng CAGR 26.45% (2018–2024). Việt Nam hiện là nhà cung cấp cá trắm lớn nhất tại đây, chủ yếu là phile cá tra đông lạnh (chiếm 38% thị phần) nhờ giá thành cạnh tranh, phù hợp phân khúc bình dân.

Dù dân số chỉ khoảng 200 triệu người, tiêu thụ thủy sản của Brazil đạt 12 kg/người/năm, cao hơn cả Mỹ, cho thấy dư địa tăng trưởng rất lớn cho cá tra Việt Nam. Đáng chú ý, FTA giữa Việt Nam và khối Mercosur (gồm Brazil, Argentina, Paraguay và Uruguay) đang được khởi động đàm phán, dự đoán sẽ giúp giảm thuế và mở rộng thị phần cho cá tra Việt Nam tại khu vực này.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra sang Brazil



Nguồn cung cá trắm trắng cho Brazil



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

3.5. Thị trường nội địa: Còn nhiều dư địa phát triển

Thị trường tiêu thụ thủy sản ở Việt Nam rất lớn, tuy nhiên hiện chỉ khoảng 5-7% lượng cá tra được tiêu thụ nội địa. Nguyên nhân chính là do (1) Doanh nghiệp ưu tiên xuất khẩu vì lợi nhuận cao hơn (giá xuất khẩu 58,000–87,000 VND/kg so với trong nước 28,000–35,000 VND/kg); (2) Chưa có chiến lược đầu tư bài bản cho thị trường nội địa, mạng lưới phân phối và điểm bán còn hạn chế, khiến cá tra chưa phổ biến với người tiêu dùng Việt. Do đó, thị trường nội địa còn rất nhiều tiềm năng cho các doanh nghiệp khai phá khi biến động kinh tế toàn cầu và rào cản thương mại ngày càng tăng.

Kết luận

Bất chấp những biến động kinh tế, bất ổn địa chính trị và rào cản thương mại tại các thị trường trọng điểm, ngành cá tra Việt Nam vẫn đang duy trì được năng lực cạnh tranh dài hạn, nhờ sở hữu loạt lợi thế cấu trúc bền vững mà ít quốc gia sản xuất cá trắng nào có thể sánh được.

- (1) **Lợi thế vượt trội về giá thành và sản lượng** giúp cá tra Việt Nam trở thành lựa chọn hàng đầu trong phân khúc bình dân toàn cầu. Với chuỗi giá trị khép kín, quy mô nuôi trồng lớn, chi phí đầu vào thấp, cá tra Việt Nam hiện đang có khả năng chiếm thị phần của cá rô phi và cạnh tranh với cá tuyết và cá minh thái trong bối cảnh người tiêu dùng thế giới ưu tiên yếu tố giá do áp lực lạm phát kéo dài;
- (2) Thứ hai, cá tra là một trong số ít ngành có **tỉ lệ tự chủ cao trên 75% và khả năng sản xuất hoàn toàn độc lập**. Từ giống, thức ăn, nuôi trồng đến chế biến, toàn bộ chuỗi đều diễn ra trong nước với hầu hết các nguyên liệu cung ứng nội địa giúp cá tra đáp ứng tốt yêu cầu truy xuất nguồn gốc – một tiêu chuẩn ngày càng được ưu tiên tại các thị trường phát triển. Đây là lợi thế chiến lược quan trọng, đặc biệt khi các nhà nhập khẩu phương Tây đang giảm dần sự phụ thuộc vào chuỗi cung ứng bên thứ ba;
- (3) Việt Nam hiện có tổng cộng 17 FTAs, trong đó các FTA thế hệ mới như với các nước CPTPP, UKVFTA, Mercosur giúp mở ra hướng **đa dạng hóa thị trường hiệu quả**. Trong khi Mỹ, EU và Trung Quốc còn nhiều biến động, các thị trường mới như Mexico, Anh hay Brazil đang nổi lên như trụ cột tăng trưởng thay thế cho xuất khẩu cá tra;
- (4) **Thị trường nội địa là một “địa vàng”** chưa được khai thác đúng mức. Dù là thị trường tiềm năng với sức tiêu thụ lớn nhưng chỉ 5–7% sản lượng cá tra được tiêu thụ nội địa. Việt Nam hoàn toàn có tiềm năng trở thành một trong những thị trường tiêu thụ cá tra lớn nếu được đầu tư nghiêm túc về thương hiệu, sản phẩm và kênh phân phối.

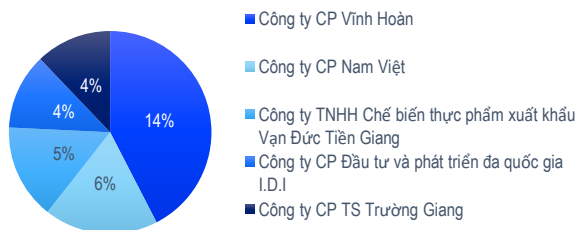
Rủi ro

- (1) **Xuất khẩu sụt giảm do rào cản thương mại ngày càng gia tăng:** Các rào cản kỹ thuật trong thương mại quốc tế ngày càng nghiêm ngặt, đặc biệt tại các thị trường chủ lực như Mỹ và EU, có thể gây ảnh hưởng tiêu cực đến kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam;
- (2) **Áp lực cạnh tranh từ các quốc gia nuôi cá thịt trắng khác:** Các quốc gia như Ấn Độ, Bangladesh và Trung Quốc đang đẩy mạnh sản lượng và cạnh tranh quyết liệt về giá, đe dọa trực tiếp đến thị phần cá tra Việt Nam trên thị trường toàn cầu;
- (3) **Rủi ro từ biến đổi khí hậu và dịch bệnh:** Các yếu tố bất lợi về môi trường như thời tiết cực đoan, nhiệt độ tăng cao và dịch bệnh trong thủy sản có thể làm gia tăng tỷ lệ hao hụt và chi phí sản xuất;
- (4) **Chi phí logistics leo thang do căng thẳng địa chính trị:** Các bất ổn tại châu Âu và Trung Đông đang gây gián đoạn chuỗi cung ứng và đẩy chi phí vận chuyển lên cao, qua đó làm giảm biên lợi nhuận của doanh nghiệp xuất khẩu.
- (5)

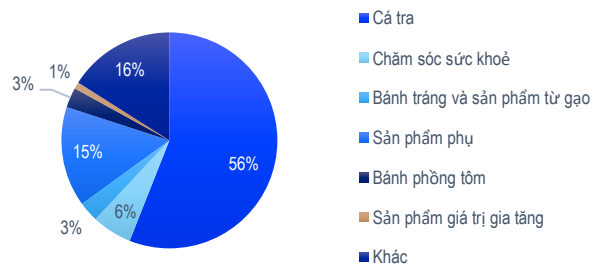
Tổng quan doanh nghiệp

Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu cá tra tại Việt Nam được thành lập vào năm 1997 tại Đồng Tháp. Niêm yết trên HOSE từ năm 2007, Vĩnh Hoàn liên tục giữ vị trí số một về kim ngạch xuất khẩu cá tra với thị trường chính là Mỹ, Trung Quốc và châu Âu, nhờ chất lượng sản phẩm, công nghệ hiện đại và tuân thủ tiêu chuẩn quốc tế. Hiện tại, VHC chiếm khoảng 14% tổng giá trị xuất khẩu cá tra của cả nước, khẳng định vai trò đầu ngành. Cá tra đông lạnh là mảng kinh doanh chính của Vĩnh Hoàn, chiếm hơn 50% tổng doanh thu của toàn công ty.

Top 5 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra năm 2024



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm VHC

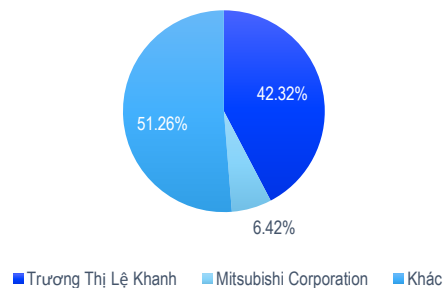


Nguồn: Báo cáo thường niên VHC, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu cổ đông

Cổ đông lớn của Vĩnh Hoàn bao gồm bà Trương Thị Lệ Khanh – đồng thời cũng là Chủ tịch Hội đồng Quản trị với tỉ lệ sở hữu 42.3%. Ngoài ra Mitsubishi Corporation sở hữu 6.42% và các cổ đông khác chiếm 51.26%.

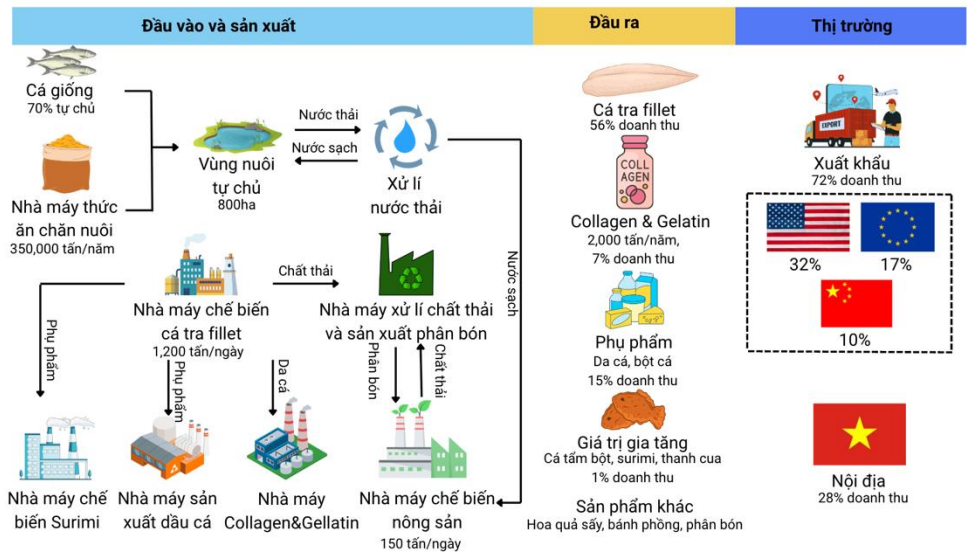
Cơ cấu cổ đông đến ngày 07/08/2025



Nguồn: Báo cáo thường niên VHC, Shinhan Securities Vietnam

Chuỗi giá trị sản xuất của Vĩnh Hoàn

Với chuỗi sản xuất khép kín nhờ tự chủ cá giống, nhà máy thức ăn chế biến và vùng nuôi, VHC có lợi thế vượt trội hơn các công ty cùng ngành về giá, độ truy xuất nguồn gốc, đảm bảo an toàn vệ sinh và xây dựng một quy trình chế biến không chất thải. VHC tận dụng tối đa phụ phẩm (mỡ, vi, da) để tạo ra sản phẩm giá trị gia tăng, Collagen & Gelatin, ngoài ra đa dạng hóa thêm các sản phẩm gạo, bánh phồng và trái cây sấy giúp đa dạng hoá sản phẩm và tăng biên lợi nhuận.

Hình ảnh: Chuỗi giá trị của VHC

1. Đầu vào

Vĩnh Hoàn chủ động kiểm soát toàn bộ đầu vào sản xuất cá tra từ giống, nguyên liệu đến thức ăn, góp phần nâng cao hiệu quả và biên lợi nhuận. Với khoảng 800ha vùng nuôi đạt chuẩn quốc tế, VHC tự cung cấp 70% nguyên liệu, hướng đến ổn định ở mức 70–75% để đảm bảo chất lượng và đáp ứng tiêu chuẩn xuất khẩu. Phần còn lại công ty thu mua từ hộ nuôi liên kết để linh hoạt khi đơn hàng tăng, tận dụng nguồn cung giá rẻ hoặc giảm thiểu rủi ro khi ao nuôi nhiễm bệnh. Ngoài ra, việc thành lập Feed One và vận hành dây chuyền thứ 4 trong năm 2024 giúp chủ động nguồn thức ăn – yếu tố chiếm hơn 70% chi phí nuôi trồng CTNL – từ đó giảm hao hụt, giúp cải thiện biên lợi nhuận của toàn chuỗi chế biến.

2. Sản xuất

2.1. Công suất nhà máy

Vĩnh Hoàn sở hữu 8 nhà máy chế biến cá tra với tổng công suất 1,200 tấn/ngày, vượt trội hơn hẳn so với ANV và IDI về quy mô và sản lượng chế biến.

Doanh nghiệp	Số nhà máy	Công suất chế biến
VHC	8 nhà máy (6 cá tra phi lê + 1 GTGT + 1 phụ phẩm)	1,200 tấn/ngày
ANV	4 nhà máy	1,000 tấn/ngày
IDI	3 nhà máy	570 tấn/ngày

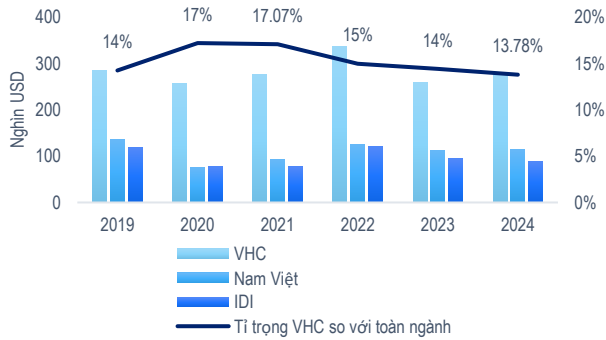
2.2. Công nghệ & chứng nhận sản xuất

VHC ứng dụng công nghệ RFID để tự động hóa và nâng hiệu suất sản xuất, đồng thời đạt loạt chứng nhận quốc tế (ASC, BRC, ISO 22000, GlobalGAP, HALAL). Từ 2019, Vĩnh Hoàn triển khai mô hình xanh theo chuẩn ESG với chuỗi sản xuất khép kín, tái chế phụ phẩm, xử lý nước thải 2,900 m³/ngày và sử dụng năng lượng tái tạo, qua đó giữ vững lợi thế tại các thị trường khó tính và tăng sức hấp dẫn với nhà đầu tư.

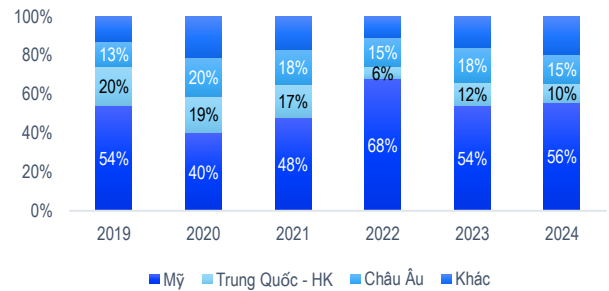
3. Thị trường

VHC giữ vị thế tiên phong trong xuất khẩu các sản phẩm cá tra qua các năm, giữ khoảng cách khá xa so với các công ty đối thủ. Top 3 thị trường xuất khẩu chính mảng cá tra của VHC là Mỹ, sau đó đến Trung Quốc - HK và châu Âu. Thị trường Trung Quốc có xu hướng giảm dần thị phần, trong khi đó các nước châu Âu có xu hướng tăng trưởng, Mỹ vẫn duy trì là nước chiếm tỉ trọng nhiều nhất.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra của các doanh nghiệp đứng đầu Việt Nam



Cơ cấu doanh thu theo thị trường của mảng cá tra VHC

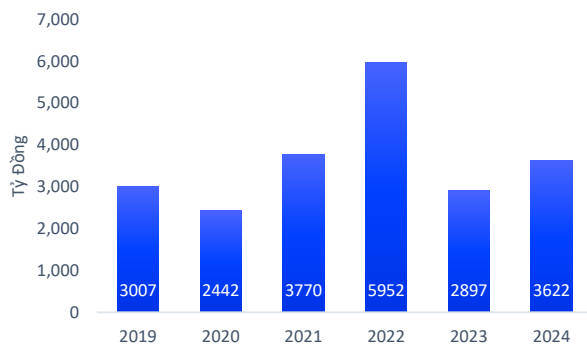


Nguồn: Báo cáo thường niên VHC, Shinhan Securities Vietnam

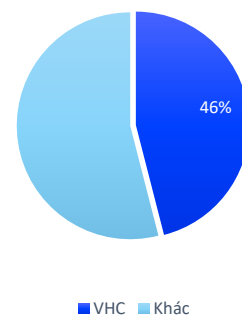
Tại Mỹ, Vĩnh Hoàn tiếp tục giữ vững vị thế dẫn đầu với 46% thị phần nhờ thuế chống bán phá giá 0 USD/kg và chuỗi sản xuất khép kín; các mức thuế đối ứng mới dự kiến không ảnh hưởng lớn do nhu cầu cao và giá thành vẫn nằm ở mức cạnh tranh. Ở EU, công ty kỳ vọng mở rộng thị phần từ mức 22% hiện tại nhờ cắt giảm hạn ngạch cá tuyết và tận dụng lợi thế FTA. Ngược lại, thị phần tại Trung Quốc dự báo sẽ tiếp tục giảm do chênh lệch nhu cầu chủng loại cá và cạnh tranh nội địa.

3.1. Thị trường Mỹ

Kim ngạch xuất khẩu cá tra VHC sang Mỹ

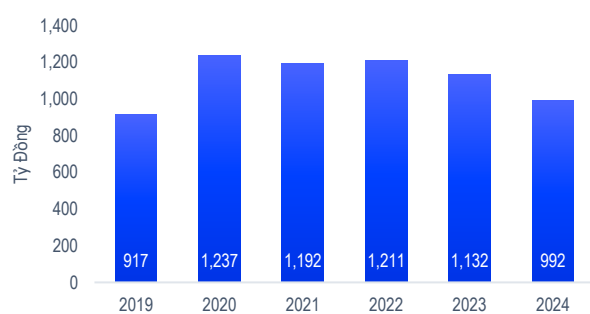
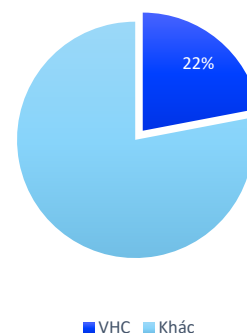


Thị phần của VHC tại Mỹ



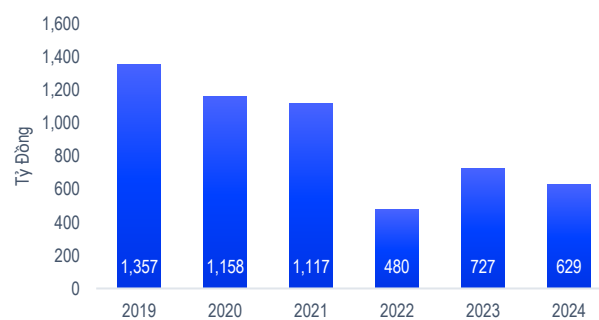
Nguồn: Báo cáo thường niên VHC, Shinhan Securities Vietnam

3.2. Thị trường EU

Kim ngạch xuất khẩu cá tra VHC sang EU**Thị phần của VHC tại EU**

Nguồn: Báo cáo thường niên VHC, Shinhan Securities Vietnam

3.3. Thị trường Trung Quốc

Kim ngạch xuất khẩu cá tra VHC sang Trung Quốc

Nguồn: Báo cáo thường niên VHC, Shinhan Securities Vietnam

Quan điểm đầu tư

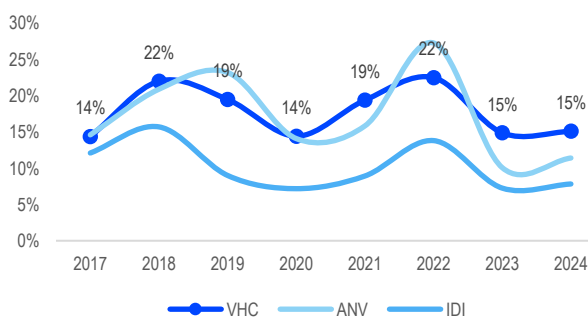
VHC giữ vững vị thế dẫn đầu ngành cá tra toàn cầu nhờ chuỗi giá trị khép kín, tự chủ nguồn cung và tập trung vào thị trường có tiêu chuẩn cao giúp duy trì biên lợi nhuận ổn định

Vĩnh Hoàn sở hữu chuỗi giá trị khép kín, từ khâu con giống, nuôi trồng, chế biến, tiêu thụ đến tận dụng phụ phẩm. Hệ sinh thái toàn diện này giúp VHC duy trì vị thế dẫn đầu tại các thị trường trọng điểm Mỹ và EU nhờ lợi thế cạnh tranh về khả năng truy xuất nguồn gốc và chất lượng sản phẩm.

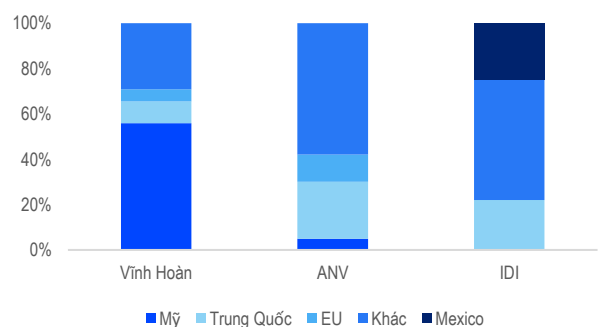
VHC duy trì biên lợi nhuận cao và ổn định hơn các doanh nghiệp cùng ngành nhờ:

- (1) **Tỷ lệ tự chủ cao trên 75%** giúp giảm thiểu đáng kể các rủi ro từ biến động nguồn cung và kiểm soát tốt các chi phí đầu vào. Từ năm 2022, VHC tự chủ hoàn toàn nguồn thức ăn cá tra thông qua nhà máy thức ăn Feed One, giúp tối ưu đáng kể chi phí. Đặc biệt trong giai đoạn 2023-2024 khi giá thức ăn tăng mạnh khiến biên lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp trong ngành giảm, VHC vẫn duy trì biên lợi nhuận cao hơn so với các đối thủ. Năm 2024, công suất nhà máy thức ăn Feed One được nâng lên 450,000 tấn/năm, dự kiến sẽ giúp VHC cải thiện biên lợi nhuận đáng kể trong những năm tới;
- (2) **Tập trung vào Mỹ và EU** – các thị trường có tiêu chuẩn cao và giá bán tốt giúp VHC duy trì biên lợi nhuận vượt trội so với phần lớn các doanh nghiệp cùng ngành vốn phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc. Tại Mỹ, VHC hiện là doanh nghiệp duy nhất đủ điều kiện được đưa ra khỏi phạm vi áp thuế chống bán phá giá nhờ nhiều năm liên tiếp duy trì mức thuế mức thuế 0 USD/kg², tạo ưu thế lớn về giá và khả năng thâm nhập thị trường.

Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp chế biến cá tra



Cơ cấu doanh thu theo thị trường của VHC, ANV và IDI



Nguồn: Báo cáo tài chính VHC, ANV, IDI, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn cung ổn định và giá thành cạnh tranh giúp VHC gia tăng thị phần tại hai thị trường trọng điểm là Mỹ và EU

Trong bối cảnh toàn cầu đang đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung cá trắng do hạn ngạch đánh bắt cá tuyết tại biển Barents bị cắt giảm 25%, với chu kỳ sinh sản kéo dài từ 5-7 năm, cá tra VHC là lựa chọn

² Ngày 20/01/2025, Bộ Công Thương công bố Việt Nam và Mỹ đã đạt thỏa thuận về thuế chống bán phá giá đối với cá tra và cá basa phi lê Việt Nam; theo đó, VHC là doanh nghiệp duy nhất được miễn áp thuế vĩnh viễn, không phải cung cấp dữ liệu sản xuất hay chịu kiểm tra định kỳ từ phía Mỹ như các doanh nghiệp khác

thay thế lí tưởng do chu kì sinh sản ngắn (6-8 tháng), kết hợp cùng mô hình tự chủ vùng nuôi kết hợp liên kết các hộ nuôi giúp đảm bảo nguồn cung dồi dào và ổn định.

Tại **thị trường Mỹ**, VHC có lợi thế lớn để mở rộng thị phần trong bối cảnh các loài cá trắng khác gặp hạn chế về giá và các lệnh cấm vận:

- (1) Cá tuyết và cá minh thái có nguồn gốc từ Nga vốn là các loại được ưu chuộng nhất đang bị cấm vận cho tới tháng 4/2026;
- (2) Cá rô phi – đối thủ cạnh tranh trực tiếp với cá tra – đang đối diện với khả năng bị đánh thuế đối ứng lên đến 55%, khiến giá bán đội cao đáng kể.

Do đó, mức thuế đối ứng 20% hiện áp lên cá tra Việt Nam hoàn toàn có sức cạnh tranh về giá. Lịch sử nhập khẩu của Mỹ cũng cho thấy khi giá cá tra tăng cao, người tiêu dùng Mỹ vẫn sẵn sàng duy trì nhập khẩu với sản lượng lớn.

Đặc biệt, VHC là doanh nghiệp duy nhất của Việt Nam được đưa ra khỏi phạm vi áp dụng thuế CBPG, tạo lợi thế cạnh tranh độc quyền và cơ hội phát triển bền vững tại Mỹ.

Tại **thị trường EU**, triển vọng tiêu thụ cá tra dự kiến sẽ cải thiện mạnh trong giai đoạn 2025–2026 nhờ vào:

- (1) Tăng trưởng GDP của EU dự báo chỉ đạt 1% trong 2025, nền kinh tế suy yếu sẽ làm tăng nhu cầu tiêu thụ thực phẩm giá rẻ;
- (2) Hiệp định EVFTA (được ký kết từ năm 2020) vẫn còn nhiều dư địa khai thác do phần lớn doanh nghiệp Việt chưa đáp ứng được yêu cầu về chất lượng và truy xuất nguồn gốc. VHC, với chuỗi giá trị khép kín và kiểm soát chất lượng nghiêm ngặt, hoàn toàn có khả năng tận dụng tốt các ưu đãi từ EVFTA để gia tăng thị phần.;
- (3) Việc EU áp thuế nhập khẩu 13.7% lên các sản phẩm cá tuyết và cá minh thái từ Nga và Trung Quốc sẽ tạo ra khoảng trống lớn trên thị trường, giúp cá tra VHC trở thành nguồn thay thế hấp dẫn.

Tận dụng các FTA thế hệ mới và thị trường nội địa để giảm thiểu rủi ro từ các thị trường truyền thống

FTA: Việt Nam hiện đã và đang kí kết nhiều FTA tiềm năng như CPTPP, UKVFTA, Mercosur, mở ra cơ hội mở rộng thị trường cho các doanh nghiệp xuất khẩu. Với lợi thế về quy mô vùng nuôi, khả năng đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế và kinh nghiệm phát triển thị trường lâu năm, VHC hoàn toàn có thể khai thác hiệu quả các hiệp định này nhằm đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, giảm phụ thuộc vào các thị trường truyền thống.

Đối với **CPTPP**, Mexico và Canada là những thị trường tiềm năng ưu chuộng các sản phẩm cá tra phi lê đông lạnh của Việt Nam. Đặc biệt, việc Anh gia nhập CPTPP vào cuối năm 2024, kết hợp với **UKVFTA** hiện có giúp thuế cá tra giảm mạnh về 0% - một tín hiệu rất tích cực để VHC tiếp tục mở rộng tại thị trường này (Anh hiện chiếm 3.8% doanh số cá tra của VHC).

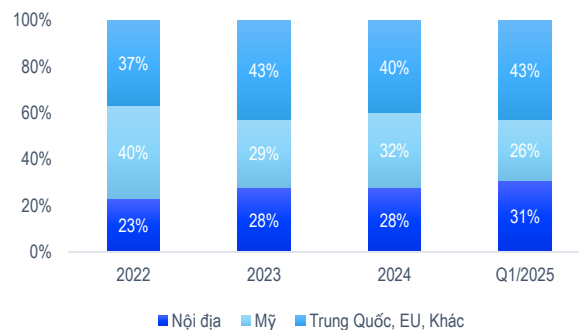
Với **Mercosur** - khối kinh tế lớn thứ 5 thế giới, trong đó Brazil là thị trường tiêu thụ cá tra lớn thứ 3 thế giới của Việt Nam, FTA giữa Việt Nam và Mercosur dự đoán sẽ hoàn tất đàm phán vào cuối năm 2025. Điều này

sẽ mở ra cơ hội lớn để VHC mở rộng thị phần và tăng doanh thu, đặc biệt khi giá bán cá tra tại Brazil thuộc phân khúc cao tương đương Mỹ và EU.

Thị trường nội địa: Dư địa tăng trưởng trong nước còn rất lớn khi mới chỉ khoảng 5–7% sản lượng cá tra được tiêu thụ nội địa. Trong khi đó, nhiều quốc gia đang đẩy mạnh xuất khẩu thủy sản vào Việt Nam, thì cá tra vẫn chưa được phổ biến rộng rãi với người tiêu dùng trong nước. Do số lượng doanh nghiệp tham gia vào mảng này còn hạn chế, VHC có nhiều cơ hội mở rộng doanh thu trong nước, qua đó giảm rủi ro phụ thuộc vào xuất khẩu.

Tỷ trọng doanh thu nội địa của VHC ngày càng tăng, trong khi tỷ trọng từ thị trường Mỹ có xu hướng giảm. Đáng chú ý, trong quý I/2025, doanh thu nội địa chiếm 31% tổng doanh thu, cao hơn mức 26% từ Mỹ.

Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: Báo cáo thường niên VHC, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu đa dạng với tiềm năng tăng trưởng lớn và giảm rủi ro phụ thuộc mảng cá phi lê đông lạnh

Màng Collagen & Gelatin – “mỏ vàng” với dư địa tăng trưởng mạnh và lợi thế cạnh tranh vượt trội

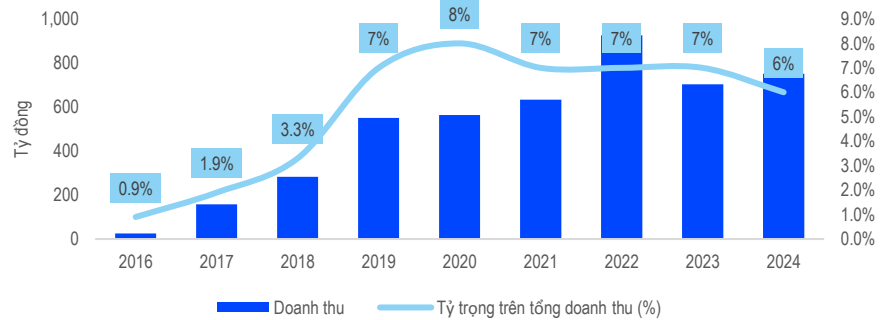
Thị trường Collagen đạt 9.9 tỷ USD năm 2024 và dự kiến đạt 18.7 tỷ USD vào năm 2030, CAGR giai đoạn 2025-2030 đạt 11.3% (Grand View Research). Mức tăng trưởng này được thúc đẩy bởi nhận thức ngày càng cao của người tiêu dùng về lợi ích của Collagen trong chống lão hóa và cải thiện sức khỏe. EU và Mỹ là một trong những thị trường tiêu thụ lớn với mức tăng trưởng mạnh mẽ.

VHC sở hữu hàng loạt lợi thế vượt trội để phát triển mảng Collagen thành một trong những mảng chủ lực trong những năm tới bao gồm:

- (1) **Tiên phong sản xuất Collagen từ da cá tại Việt Nam** với hai sản phẩm chính: bột Collagen và kẹo Gelatin, tổng công suất 3,500 tấn/năm, dự kiến nâng lên 7,000 tấn/năm. Giai đoạn 2016-2024 đạt CAGR ấn tượng 52.25%;
- (2) **Tự chủ 100% nguyên liệu** từ phụ phẩm da cá tra (chiếm 80% chi phí sản xuất Collagen), giúp giảm đáng kể chi phí và duy trì biên lợi nhuận mảng này ở mức cao lên đến 30%;
- (3) **Đạt chứng nhận chất lượng chuẩn quốc tế**, là doanh nghiệp duy nhất toàn cầu có chứng nhận ASC cho sản phẩm Collagen từ cá, đồng thời đạt chứng nhận Halal, do đó sản phẩm không bị rào cản tôn giáo và thị trường phát triển rộng mở.

Nhờ quy trình khép kín, đáp ứng tiêu chuẩn chất lượng khắt khe và tận dụng mạng lưới thị trường sẵn có, VHC có cơ hội thâm nhập sâu vào các thị trường lớn như Mỹ, Đức, đưa Collagen & Gelatin trở thành trụ cột tăng trưởng trong tương lai. Chúng tôi ước tính mảng Collagen & Gelatin đóng góp trung bình 7% doanh thu và 14% lợi nhuận gộp cho VHC trong thời gian tới.

Doanh thu mảng Collagen & Gelatin của VHC



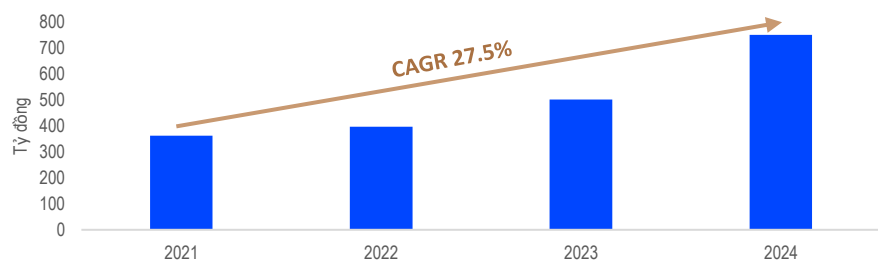
Nguồn: Báo cáo thường niên VHC, Shinhan Securities Vietnam

Mảng Bánh phồng và Sản phẩm từ gạo

Sau khi mua lại 76.7% cổ phần CTCP Sa Giang năm 2021, VHC đã mở rộng mạnh công suất từ 4,500 tấn lên 9,000 tấn/năm, đưa mảng bánh phồng và sản phẩm từ gạo (hủ tiếu, bánh phở) trở thành nguồn doanh thu tiềm năng để xây dựng doanh nghiệp phát triển thực phẩm bền vững. Dù tỷ trọng đóng góp doanh thu trung bình hằng năm chỉ khoảng 5%, nhưng tốc độ tăng trưởng ấn tượng với CAGR 27.5% cho thấy tiềm năng lớn, đặc biệt giai đoạn 2023–2024 ghi nhận mức tăng 71% cho thấy bước nhảy vọt về sản lượng và doanh thu.

Hiện kim ngạch xuất khẩu của các sản phẩm này chiếm 70% tổng doanh thu với thị trường chủ yếu là Mỹ và EU. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch đẩy mạnh thị trường nội địa từ 2025 sẽ đem lại biên lợi nhuận cao hơn nhờ ít rào cản kỹ thuật, chi phí logistics thấp và lợi thế phân phối trực tiếp.

Doanh thu mảng Bánh phồng và Sản phẩm từ gạo của VHC



Nguồn: Báo cáo thường niên VHC, Shinhan Securities Vietnam

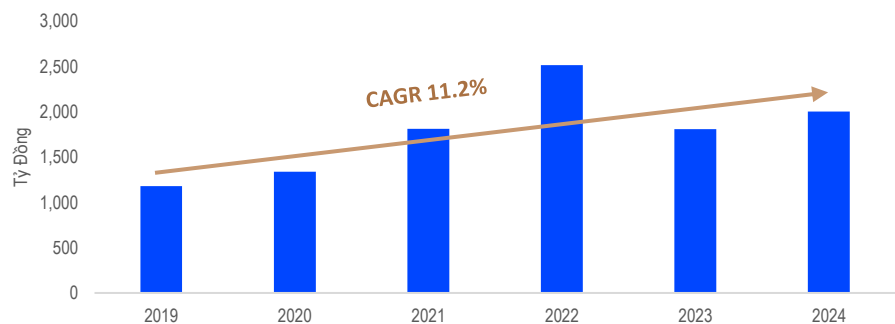
Mảng Sản phẩm phụ và Sản phẩm giá trị gia tăng (GTGT)

Là doanh nghiệp tiên phong trong phát triển các sản phẩm phụ (bột cá, surimi) và sản phẩm GTGT (cá tẩm gia vị, tẩm bột) với tỷ trọng 16% trên tổng doanh thu năm 2024, chúng tôi cho rằng đây là các mảng chiến lược giúp VHC tối đa hoá lợi nhuận và nâng cao giá trị chuỗi chế biến nhờ:

- (1) **Tận dụng tối đa phụ phẩm** bao gồm đầu, da, vây (vốn chiếm tới 70% trọng lượng cá sau phi lê);
- (2) **Đón đầu xu hướng tiêu dùng** tại các thị trường lớn (Mỹ, EU) ưa chuộng thực phẩm chế biến sẵn, tiện lợi, với xuất khẩu cá tra GTGT của Việt Nam sang Mỹ năm 2024 đạt hơn 12 triệu USD (+2,182% YoY).

Chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ duy trì đóng góp trung bình 18% doanh thu và khoảng 20% lợi nhuận gộp của VHC trong những năm tới.

Doanh thu mảng Sản phẩm phụ và Giá trị gia tăng của VHC



Nguồn: Báo cáo thường niên VHC, Shinhan Securities Vietnam

Mảng Trái cây và rau củ sấy

VHC mở rộng sang mảng nông sản thông qua thành lập công ty TNHH Nông sản Thực phẩm Thành Ngọc năm 2021 và đi vào hoạt động từ quý 2/2023, với các sản phẩm chính gồm trái cây, rau củ sấy và đông lạnh. Dù hiện chỉ mới đóng góp 1% tổng doanh thu, mảng này có tiềm năng tăng trưởng nhờ: (1) Nhà máy với công suất lớn 23,000 tấn/năm; (2) Là đơn vị đầu tiên ứng dụng công nghệ sản xuất tiên tiến, đáp ứng tiêu chuẩn khắt khe của các thị trường Mỹ, Nhật Bản, châu Âu. Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là nguồn doanh thu tiềm năng, góp phần đa dạng hóa cơ cấu của VHC.

Cập nhật và Dự phóng kết quả kinh doanh

❖ Cập nhật kết quả kinh doanh 1H/2025:

Trong nửa năm 2025, VHC ghi nhận doanh thu đạt 5,841 tỷ đồng (-3.5% YoY), trong khi lợi nhuận sau thuế đạt 734 tỷ đồng (+38.7% YoY). Mặc dù doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc giảm mạnh, tổng doanh thu của VHC chỉ giảm nhẹ nhờ số lượng lớn đơn hàng xuất qua Mỹ được đẩy mạnh trước thời hạn áp thuế. Trong khi đó, lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh nhờ chi phí sản xuất giảm chủ yếu là giá thức ăn chăn nuôi và cá tra nguyên liệu giảm.

❖ Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025-2026:

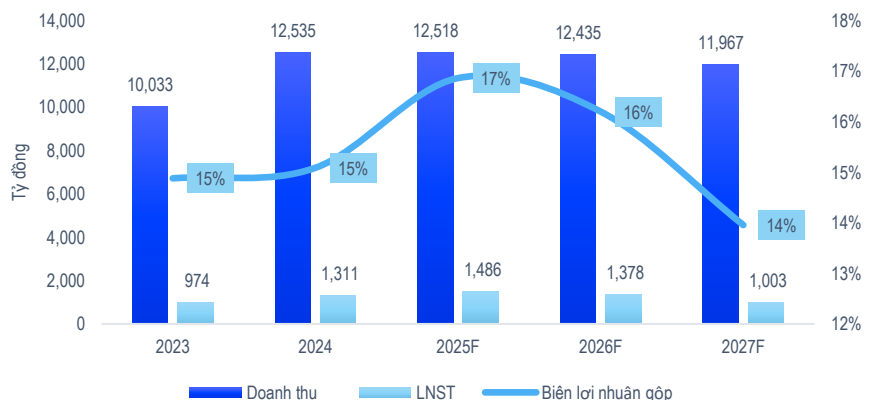
Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu của Vĩnh Hoàn đạt 12,518 tỷ đồng (-0.1% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,486 tỷ đồng (+13.3% YoY).

Doanh thu từ thị trường Trung Quốc được dự báo sẽ tiếp tục sụt giảm do áp lực cạnh tranh gia tăng từ cá nội địa và cá trắng nhập khẩu từ Nga. Đồng thời, thị trường Mỹ cũng trở nên thận trọng hơn sau khi thời hạn tạm hoãn áp thuế hết hiệu lực. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tổng doanh thu của VHC chỉ giảm nhẹ nhờ giá bán cải thiện và tiêu thụ nội địa tăng trưởng mạnh, bù đắp cho sự sụt giảm tại các thị trường xuất khẩu chính.

Lợi nhuận sau thuế được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ giá thức ăn chăn nuôi và cá tra nguyên liệu duy trì xu hướng giảm, góp phần cải thiện biên lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, dù cả hai năm 2024-2025 đều có lượng xuất khẩu cao dẫn đến lượng hàng tồn kho gia tăng, doanh thu năm 2026 được dự báo chỉ giảm nhẹ 0.7%, đạt 12,435 tỷ đồng. Nguyên nhân là do nguồn cung cá trắng tại các thị trường trọng điểm tiếp tục thiếu hụt nghiêm trọng, tạo điều kiện thuận lợi để VHC duy trì đầu ra ổn định.

Doanh thu, LNST và BLNG của VHC



Nguồn: Báo cáo tài chính VHC, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E với tỷ trọng 50%-50% để định giá VHC. Chúng tôi khuyến nghị MUA với mức định giá 72,150 đồng, với suất sinh lời 20.05%.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	9.4
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.10
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.35
Beta	0.97
Chi phí nợ (%)	3.9
Chi phí sử dụng vốn (%)	11.2
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.34
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	1,870

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá DCF					
Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
NPAT-Mi	1,399	1,297	944	1,002	1,267
Cộng: Lãi vay sau thuế	121	120	100	101	104
Cộng: Khấu hao	410	428	446	465	484
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	356	-12	-42	108	236
Trừ: Vốn đầu tư	123	128	134	140	145
Dòng tiền tự do (FCFF)	1,450	1,728	1,398	1,320	1,474
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	6,026				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	1%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	11,866				
Giá trị doanh nghiệp	17,892				
Trừ: Nợ vay	(1,870)				
Cộng: Tiền và tương đương tiền	3,218				
Giá trị vốn chủ sở hữu	19,240				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	224.453				
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	85,720				

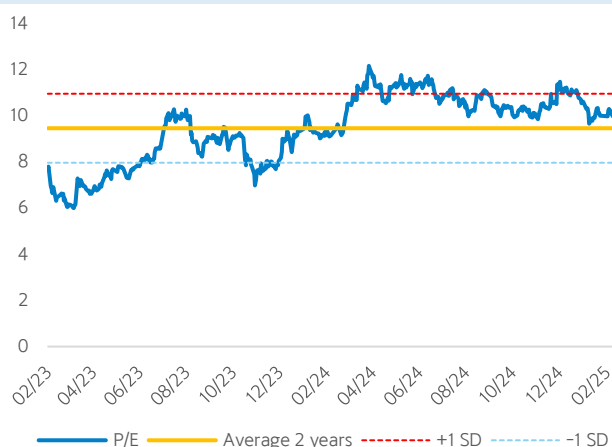
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ quá khứ trong vòng 3 năm của VHC. Chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của VHC ở mức 9.4x, phản ánh sức tiêu thụ của thị trường Mỹ sẽ chậm lại khi Mỹ áp thuế đối ứng 20% cho ngành cá tra của Việt Nam. Kết hợp cùng EPS dự phóng 2025 ở mức 6,232 đồng, giá mục tiêu của VHC được định giá ở mức 58,584 đồng.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành	
Trung bình 3 năm của VHC	9.4
P/E mục tiêu	9.4
EPS forward	6,232
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	58,584

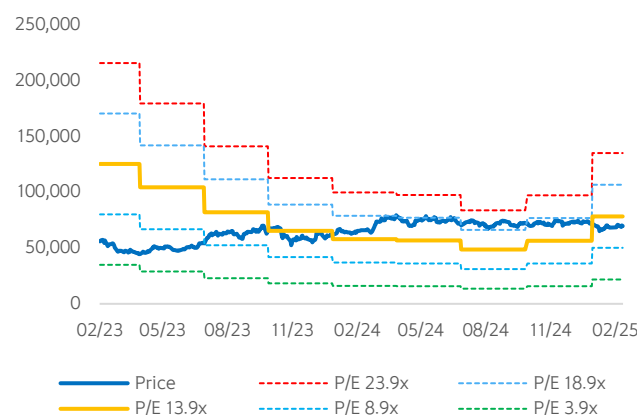
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của VHC



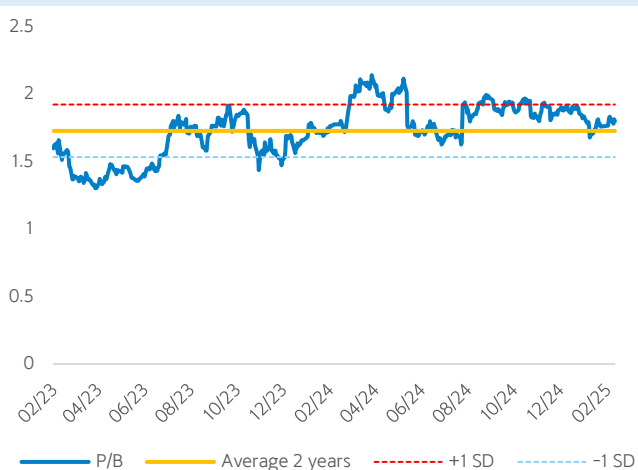
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của VHC



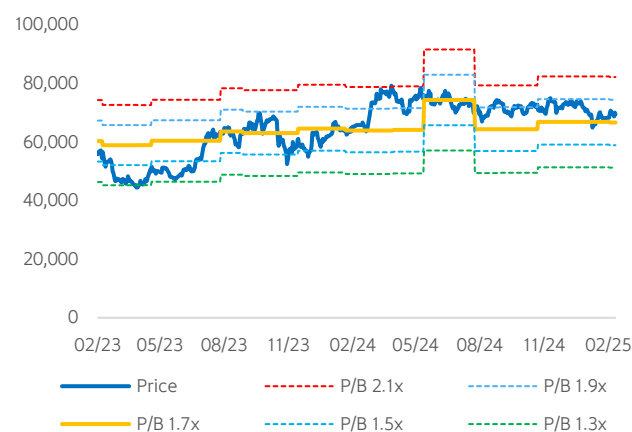
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của VHC



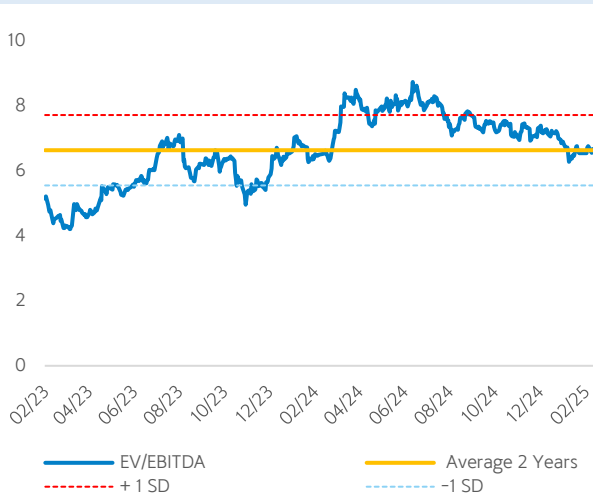
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của VHC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của VHC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu VHC tương quan với ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của VHC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tổng tài sản	11,943	12,249	14,694	15,323	16,347
Tài sản ngắn hạn	7,888	8,241	10,314	10,815	11,773
Tiền và tương đương tiền	233	570	2,200	2,711	3,722
Đầu tư TC ngắn hạn	2,069	2,340	2,340	2,340	2,340
Các khoản phải thu	1,578	2,207	2,204	2,189	2,176
Hàng tồn kho	3,763	2,911	3,357	3,362	3,322
Tài sản dài hạn	4,125	4,113	3,941	3,757	3,560
Tài sản cố định	3,383	3,415	3,243	3,059	2,862
Chi phí xây dựng cơ bản	160	115	115	115	115
Tài sản dài hạn khác	581	583	583	583	583
Tổng nợ	3,351	3,247	4,119	3,288	3,250
Nợ ngắn hạn	3,233	3,193	4,017	3,234	3,196
Khoản phải trả	309	272	372	372	368
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	2,157	2,277	3,014	2,230	2,204
Khác	773	625	631	632	625
Nợ dài hạn	119	54	102	54	54
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	102	0	48	0	0
Khác	17	54	54	54	54
Vốn chủ sở hữu	8,591	9,002	10,575	12,035	13,097
Vốn góp chủ sở hữu	1,870	2,245	2,245	2,245	2,245
Thặng dư vốn	264	264	264	264	264
Vốn khác	0	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	6,213	6,175	7,661	9,039	10,042
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	244	319	406	487	546
*Nợ vay	2,259	2,277	3,062	2,230	2,204
*Nợ ròng (tiền)	-42	-633	-1,478	-2,821	-3,859

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	547	2,113	1,330	1,839	1,562
Lợi nhuận ròng	974	1,311	1,486	1,378	1,003
Khấu hao	343	386	410	428	446
(Lãi) từ HĐ đầu tư					
Thay đổi vốn lưu động	-1,254	-472	-356	12	42
Thay đổi khác	539	965	-123	102	130
Tiền từ HĐ đầu tư	-793	-863	-123	-128	-134
Thay đổi tài sản cố định	-1,122	-672	-123	-128	-134
Thay đổi tài sản đầu tư	-121	-169	0	0	0
Khác	449	-22	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	-73	-912	423	-1,200	-416
Thay đổi vốn cổ phần	57	0	87	81	59
Tiền đi vay/(trả) nợ	-129	-13	785	-832	-26
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	0	-899	-449	-449	-449
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	-319	338	1,630	511	1,012
Tổng tiền đầu năm	553	233	570	2,200	2,711
Thay đổi trong kỳ giá					
Tổng tiền cuối năm	233	570	2,200	2,711	3,722

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	10,033	12,535	12,518	12,435	11,967
Tăng trưởng (%)	-24.2%	24.9%	-0.1%	-0.7%	-3.8%
Giá vốn hàng bán	8,540	10,644	10,408	10,421	10,297
Lợi nhuận gộp	1,493	1,891	2,111	2,014	1,670
Biên lợi nhuận gộp (%)	14.9%	15.1%	16.9%	16.2%	14.0%
Chi phí BH & QLDN	524	639	638	659	622
LN từ HĐKD	969	1,253	1,472	1,355	1,048
Tăng trưởng (%)	-57.0%	29.3%	17.5%	-7.9%	-22.7%
Biên LN từ HĐKD (%)	9.7%	10.0%	11.8%	10.9%	8.8%
LN khác	148	207	201	194	70
Thu nhập tài chính	377	428	488	480	333
Chi phí tài chính	229	222	287	286	263
Trong đó: Chi phí lãi vay	133	73	139	138	115
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	27	35	35	35	35
LNTT	1,145	1,496	1,708	1,584	1,153
Thuế TNDN	171	186	222	206	150
LNST	974	1,311	1,486	1,378	1,003
Tăng trưởng (%)	-51.6%	34.6%	13.4%	-7.3%	-27.2%
Biên lợi nhuận ròng (%)	9.7%	10.5%	11.9%	11.1%	8.4%
LNST cổ đông công ty mẹ	919	1,234	1,399	1,297	944
Lợi ích CBTS	55	77	87	81	59
LN trước thuế và lãi vay	1,278	1,570	1,847	1,722	1,268
Tăng trưởng (%)	-47.2%	22.8%	17.7%	-6.8%	-26.3%
Biên LN (%)	12.7%	12.5%	14.8%	13.8%	10.6%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	1,621	1,956	2,257	2,150	1,714
Tăng trưởng (%)	-41.0%	20.6%	15.4%	-4.8%	-20.2%
Biên LN (%)	16.2%	15.6%	18.0%	17.3%	14.3%

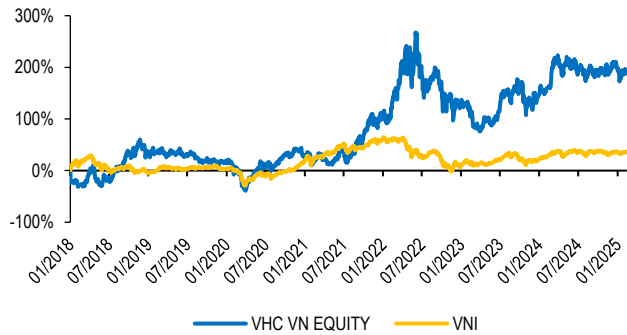
Các chỉ số chính

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (đồng)	4,914	5,496	6,232	5,779	4,206
BPS (đồng)	44,629	38,685	45,306	51,447	55,915
DPS (đồng)	0	4,000	2,000	2,000	2,000
PER (x)	17.4	15.6	13.8	14.8	20.4
PBR (x)	1.9	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	7.8	6.5	5.6	5.9	7.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	73%	32%	35%	48%
Lãi cổ tức (%)	0.0%	8.9%	4.4%	4.4%	4.4%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	16.2%	15.6%	18.0%	17.3%	14.3%
Biên LN từ HĐKD (%)	9.7%	10.0%	11.8%	10.9%	8.8%
Biên LNST (%)	9.7%	10.5%	11.9%	11.1%	8.4%
ROA (%)	8.2%	10.7%	10.1%	9.0%	6.1%
ROE (%)	11.3%	14.6%	14.1%	11.5%	7.7%
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	31.0%	26.3%	25.3%	29.0%	18.5%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	15.0%	7.2%	17.9%	54.8%	83.8%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	23.2	7.3	17.1	10.6	9.8
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	205	155	169	169	171
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	161	100	118	118	118
Số ngày khoản phải thu (ngày)	57	64	64	64	66

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
04/08/2022 (BC lần đầu)	MUA	84,526	39.8	-11.4/159.8
24/02/2023 (BC cập nhật)	MUA	60,500	-10.7	-36.5/21.6
24/05/2023 (BC cập nhật)	MUA	67,750	9.4	-31.1/52.5
07/08/2023 (BC cập nhật)	MUA	85,600	49.9	11.7/92.9
20/11/2023 (BC cập nhật)	MUA	88,583	57.5	26.5/99.1
21/02/2024 (BC cập nhật)	GIỮ	69,500	24.6	2.4/61.1
19/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	81,700	12.4	-0.6/29.5
11/09/2025 (BC cập nhật)	MUA	72,150	20.05	-2.63/64.75

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Ngan Hoang

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VHC VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
 Shinhan Investment Tower
 70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
 Seoul, Korea 150-712
 Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
 Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
 Shanghai Representative Office
 Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
 Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
 Tel : (86-21) 6888-9135/6
 Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
 1325 Avenue of the Americas Suite 702,
 New York, NY 10019
 Tel : (1-212) 397-4000
 Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
 18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem
 Ward, Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
 Tel : (84-8) 6299-8000
 Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
 Unit 7705 A, Level 77
 International Commerce Centre
 1 Austin Road West
 Kowloon, Hong Kong
 Tel : (852) 3713-5333
 Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
 Hanoi Branch
 2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
 Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
 Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
 30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
 22-23, Jakarta, Indonesia
 Tel : (62-21) 5140-1133
 Fax : (62-21) 5140-1599