CTCP VĨNH HOÀN (VHC)

SẢN XUẤT

KHẢ QUAN (Duy trì)

+38,7%

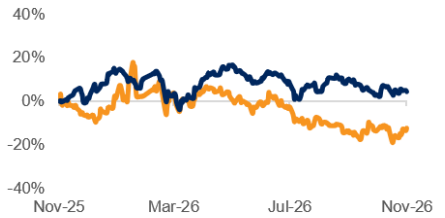
Giá hiện tại	VND50.500
Cao nhất/thấp nhất 52T	VND69.200/48.250
Giá mục tiêu	VND68.700
Cập nhật gần nhất	01/06/2026
Khuyến nghị gần nhất	KHẢ QUAN
Consensus	-1,7%
Tiềm năng tăng giá	34,5%
Tỷ suất cổ tức	4,2%
Tổng tỷ suất sinh lời	38,7%

Thị giá vốn (tr USD)	412,4
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,6
Sở hữu NN (tr USD)	345,1
SLCP lưu hành (tr)	209,5
SLCP pha loãng (tr)	209,5

	VHC	DN cùng ngành	VNI
P/E trượt 12T	9,1x	9,6x	11,0x
P/B hiện tại	1,1x	1,1x	1,9x
ROA	8,9%	%	2,6%
ROE	12,7%	7,0%	17,5%

**dữ liệu ngày 20/11/2026*

Diễn biến giá cổ phiếu



Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lệ Khanh	42,3%
Mitsubishi Corp	6,4%
Khác	51,3%

Tổng quan doanh nghiệp

Vĩnh Hoàn là nhà xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới, chuyên về nuôi trồng thủy sản và các sản phẩm nông nghiệp. Các thị trường chính của công ty bao gồm Hoa Kỳ, Liên minh Châu Âu và Trung Quốc.

Chuyên viên phân tích:



Đào Thị Hồng Anh

anh.daohong@vndirect.com.vn

Đa dạng hóa thị trường giảm tác động thuế quan

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 34,5% và tỷ suất cổ tức 4,2%.
- Chúng tôi giảm giá mục tiêu 5% so với trước đây, chủ yếu do thay đổi dự phóng LNST 2026/27 (-9,8%/+1,9%) và tăng WACC (12,0% lên 12,6%).
- P/E mục tiêu là 9,6 lần, tương đương mức trung bình các doanh nghiệp cùng ngành tại thị trường châu Á, phản ánh kỳ vọng của chúng tôi rằng VHC sẽ tăng trưởng ổn định bất chấp khó khăn thuế quan.

Tiêu điểm tài chính

- LN gộp Q3/26 đạt 479 tỷ đồng (-17,9% svck), biên LN gộp thu hẹp 2,4 điểm % svck xuống 14,5% do giá cá nguyên liệu tăng cao. Lũy kế 9T26, LN gộp đạt 1.614 tỷ đồng (+3,8% svck), biên gộp đi ngang ở mức 16,7%.
- DT Q3/26 đạt 3.317 tỷ đồng (-4,4% svck), lũy kế 10T26, DT đạt 10.931 tỷ đồng (+7,4% svck) hoàn thành 78,1% kế hoạch năm của doanh nghiệp.

Luận điểm đầu tư

Lợi thế miễn thuế chống bán phá giá tiếp tục nới rộng sau kết quả sơ bộ POR22

VHC là doanh nghiệp cá tra Việt Nam duy nhất không chịu thuế CBPG của Mỹ (được bãi bỏ từ 01/2025). Trong khi đó, kết quả sơ bộ POR22 (11/2026) áp cho các đối thủ mức thuế từ 0,89 USD/kg (Biển Đông) đến 2,61 USD/kg (ANV); NTSF và CASEAMEX chịu 1,28 USD/kg, còn các doanh nghiệp khác chịu mức toàn quốc 2,39 USD/kg. Thuế Mục 301 (12,5%, từ 24/7/2026) áp chung cho mọi doanh nghiệp Việt Nam, nên không làm suy giảm vị thế tương đối của VHC. Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu sang Mỹ của VHC tăng 9,0%/10,0% trong năm 2026/27, nhờ giành thêm thị phần từ các doanh nghiệp cùng ngành đang chịu tổng thuế 42–100%.

Mở rộng sang thị trường châu Âu nhằm đa dạng hóa thị trường

Trong Q3/26, doanh thu cá tra của VHC tại châu Âu tiếp tục duy trì đà tăng 21% svck. Ở cấp độ ngành, xuất khẩu cá tra Việt Nam sang EU 9T26 đạt 148 triệu USD (+12% svck), riêng tháng 9 tăng 27% svck. Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu sang EU của VHC tăng 15,0%/10,0% trong năm 2026/27, nhờ: (1) VHC chủ động mở rộng sang châu Âu để giảm phụ thuộc vào Mỹ; (2) nguồn cung cá thịt trắng khai thác tại EU khan hiếm, trong khi người tiêu dùng chuyển sang các sản phẩm giá hợp lý như cá tra; và (3) VHC có chuỗi giá trị khép kín cùng các chứng nhận bền vững quốc tế, đáp ứng yêu cầu khắt khe của hệ thống bán lẻ châu Âu.

Giá cá tuyết tăng mạnh, tạo ra cơ hội cho giá cá tra tăng

Hạn ngạch khai thác cá tuyết Barents năm 2026 thấp nhất trong 35 năm, đẩy giá cá tuyết nhập khẩu vào Mỹ tăng khoảng 30% tạo ra dư địa tăng trưởng cho giá cá tra. Chúng tôi dự phóng giá bán cá tra tăng 3% năm 2026. Kết hợp với sản lượng tăng tại Mỹ và EU, doanh thu mảng cá tra dự phóng tăng 12,8%/12,8% svck trong năm 2026/27. Tuy nhiên, mức tăng giá bán không đủ bù đắp giá cá nguyên liệu đang ở đỉnh, khiến biên LN gộp giảm 1 điểm % svck và phục hồi 0,7 điểm % vào 2027 do nguồn cung dần đi vào ổn định. Cùng với thu nhập tài chính giảm và chi phí tăng, LNST năm 2026/27 dự phóng lần lượt đạt 1.367/ 1.635 tỷ đồng (-9,3%/+19,6% svck).

Tóm tắt tài chính	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng doanh thu	-3,9%	9,0%	11,6%	6,6%
Tăng trưởng EPS	15,5%	-2,5%	19,6%	8,1%
Biên lợi nhuận gộp	17,0%	15,9%	16,7%	16,5%
Biên lợi nhuận ròng	12,5%	10,4%	11,2%	11,3%
P/E (x)	8,9	11,0	9,2	8,5
P/B (x)	1,3	1,3	1,2	1,1
ROAE	11,2%	9,6%	10,7%	10,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q3/26: Lợi nhuận suy yếu bởi áp lực chi phí

Hình 1: KQKD Q3/26 so với dự phóng của chúng tôi

Tỷ đồng	Q3/26	% svck	9T26	% svck	% dự phóng cả năm
Doanh thu	**3.317**	**-4,4%**	**9.665**	**3,8%**	**69,6%**
Sản phẩm cá tra	1.719	-2,3%	5.172	5,6%	67,4%
C&G	140	-32,7%	512	-15,7%	56,8%
Sản phẩm từ gạo	103	14,4%	322	15,4%	36,8%
Phụ phẩm và sản phẩm khác	1.355	-4,1%	3.659	3,8%	82,4%
LN gộp	**479**	**-17,9%**	**1.614**	**3,8%**	**70,1%**
Chi phí BH&QLDN	(173)	18,0%	(467)	13,0%	64,7%
Thu nhập tài chính ròng	-47	-149,7%	18	-92,4%	6,5%
LN trước thuế	**269**	**-49,7%**	**1.180**	**-15,7%**	**63,5%**
LN ròng	**213**	**-50,8%**	**954**	**-16,3%**	**63,0%**
Biên LN gộp	***14,5%***	***-2,4 điểm %***	***16,7%***	***0,0 điểm %***	
Biên LN ròng	***6,4%***	***-6,0 điểm %***	***9,9%***	***-2,4 điểm %***	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu giảm nhẹ, do mảng cá tra chịu áp lực

Doanh thu thuần 3Q26 đạt 3.317 tỷ đồng (-4,4% svck). Doanh thu cá tra, chiếm khoảng 52% tổng doanh thu, đạt 1.719 tỷ đồng (-2,3% svck) do mức giảm từ thị trường Mỹ – thị trường chính của VHC (-15% svck), tuy nhiên mức giảm này được hỗ trợ một phần bởi thị trường châu Âu (+21% svck) và Trung Quốc (+17% svck). Mảng Collagen & Gelatin đạt 140 tỷ đồng, giảm mạnh 32,7% svck. Phụ phẩm và sản phẩm khác đạt 1.355 tỷ đồng (-4,1% svck). Điểm sáng là sản phẩm từ gạo, đạt 103 tỷ đồng (+14,4% svck), dù quy mô còn nhỏ. Lũy kế 9T26, doanh thu đạt 9.665 tỷ đồng (+3,8% svck), hoàn thành 69,6% dự phóng cả năm. Trong đó cá tra tăng 5,6% svck, phụ phẩm tăng 5,2% svck, còn C&G giảm 15,7% svck.

Giá cá nguyên liệu đầu vào tăng cao khiến biên lợi nhuận gộp thu hẹp

LN gộp 3Q26 đạt 479 tỷ đồng giảm 17,9% svck, chủ yếu do giá cá tra nguyên liệu duy trì ở mức cao so với cùng kỳ trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm, trong khi giá bán đi ngang so với cùng kỳ, khiến biên LN gộp giảm 2,4 điểm % svck xuống 14,5%. Lũy kế 9T26, LN gộp đạt 1.614 tỷ đồng (+3,8% svck), biên gộp đi ngang ở mức 16,7%.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng

Chi phí BH&QLDN Q3/26 đạt 173 tỷ đồng, tăng 18,0% svck, mở rộng tỷ lệ chi phí/doanh thu lên 1 điểm % svck đạt 5,2%. Mức tăng chủ yếu đến từ chi phí quản lý doanh nghiệp (+26,5% svck), trong đó chi phí nhân sự tăng 12,1% svck. Chi phí bán hàng tăng nhẹ 4,9% svck, khi chi phí vận chuyển, lưu kho tăng 53,8% svck do giá xăng dầu tăng ảnh hưởng từ căng thẳng Mỹ - Iran.

LNST Q3/26 giảm do yếu tố tài chính, 9T26 hoàn thành 63% dự phóng năm

Thu nhập tài chính ròng 3Q26 đạt -46,7 tỷ đồng do doanh thu tài chính giảm 70,6% svck chủ yếu do lỗ chênh lệch tỷ giá từ việc đánh giá lại các khoản mục tiền tệ có gốc USD cuối kỳ và chi phí tài chính tăng 3,7 lần svck trong đó lãi vay tăng 3,4 lần từ trích lập dự phòng. LNST 3Q26 đạt 213 tỷ đồng (-50,8% svck) kéo theo biên LN Q3/26 giảm 6 điểm % chỉ đạt 6,4%. Lũy kế 9T26, LNST đạt 954 tỷ đồng (-16,3% svck), hoàn thành 63% dự phóng cả năm.

Triển vọng năm 2026-27: Kỳ vọng doanh thu phục hồi từ nửa cuối năm 2026

Hình 2: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2026/27

(tỷ đồng)	Dự phóng cũ			Dự phóng mới		%svck		% thay đổi dự phóng		Nhận xét
	2026	2027	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027	
Doanh thu thuần	**13.890**	**14.731**	**12.021**	**13.105**	**14.630**	**9,0%**	**11,6%**	**-5,6%**	**-0,7%**	
- Phi-lê cá tra	7.675	8.003	6.363	7.177	8.095	12,8%	12,8%	-6,5%	1,2%	Năm 2026: hạ 6,4% so với dự phóng trước do sản lượng tại Mỹ chững lại từ Q2 sau khi khách hàng đẩy mạnh nhập hàng đầu năm, và giá bán dự phóng +3% svck. Doanh thu vẫn tăng 8,2% svck nhờ sản lượng sang Mỹ (+9%) và EU (+15%). Năm 2027: tiếp tục tăng 8,9% svck do hạn ngạch cá tuyết vẫn thấp, duy trì lợi thế giá của cá tra, cùng với việc VHC mở rộng thị trường EU.
- Collagen & Gelatine	901	934	780	845	906	8,4%	7,2%	-6,2%	-3,0%	
- Sa Giang	874	1.064	732	747	762	2,0%	2,0%	-14,6%	-28,4%	
- Khác	4.439	4.730	4.157	4.417	4.982	6,3%	12,8%	-0,5%	5,3%	
Lợi nhuận gộp	**2.213**	**2.295**	**2.040**	**2.089**	**2.436**	**2,4%**	**16,6%**	**-5,6%**	**6,1%**	
Biên lợi nhuận gộp	15,9%	15,6%	17,0%	15,9%	16,7%	-1,0đ %	0,7đ %	0,0đ %	1,1đ %	Năm 2026: biên gộp giảm 0,9 điểm % svck xuống 16% do giá cá giống và cá nguyên liệu lập đỉnh, trong khi giá bán chỉ tăng 3%. Cải thiện 1 điểm % svck lên 17% vào 2027 khi nguồn cá giống được bổ sung giúp giá nguyên liệu hạ nhiệt, và giá thức ăn chăn nuôi ổn định.
Chi phí bán hàng & QLDN	(722)	(765)	(565)	(610)	(717)	7,9%	17,7%	-15,5%	-6,2%	
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	**1.582**	**1.720**	**1.475**	**1.479**	**1.718**	**0,3%**	**16,2%**	**-6,5%**	**-0,1%**	
Thu nhập (lỗ) tài chính ròng	277	248	252	89	158	-64,5%	76,9%	-67,7%	-36,2%	
Lợi nhuận trước thuế	**1.859**	**1.968**	**1.716**	**1.569**	**1.877**	**-8,6%**	**19,6%**	**-15,6%**	**-4,6%**	
Lợi nhuận sau thuế	**1.515**	**1.604**	**1.507**	**1.367**	**1.635**	**-9,3%**	**19,6%**	**-9,8%**	**1,9%**	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

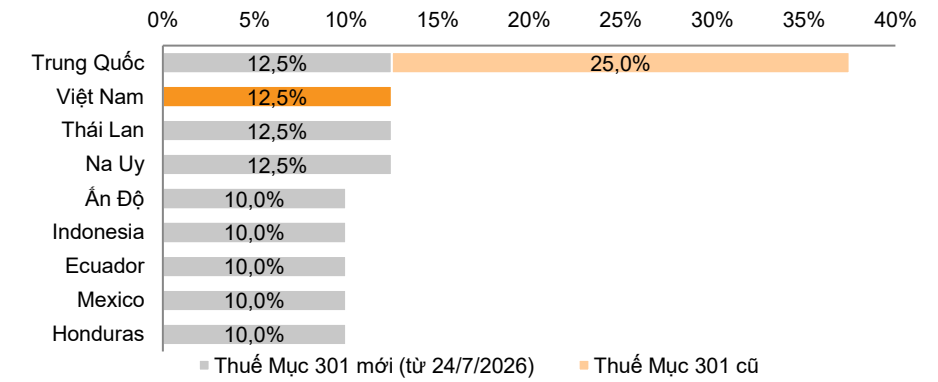
VHC giữ vững vị thế cạnh tranh trên thị trường Mỹ dù có các biến động về thuế quan

Mức thuế cuối cùng 12,5% vẫn duy trì lợi thế cạnh tranh của Việt Nam so với các quốc gia khác

Từ 24/7/2026, Mỹ áp thuế Mục 301 thay cho mức 10% trước đây. Việt Nam, Trung Quốc, Thái Lan chịu 12,5% trong khi đó Ấn Độ, Indonesia, Mexico chịu 10%. Với mức thuế mới, chi phí thuế của cá tra Việt Nam tăng 2,5 điểm %, khoảng 0,08 USD/kg. Tuy nhiên, theo số liệu ước tính của chúng tôi, Việt Nam là nguồn cung duy nhất của cá tra vào Mỹ, đối thủ của cá tra là các loài cá giá rẻ khác như cá rô phi. Cá rô phi Trung Quốc chịu thuế cao hơn cá tra, vì ngoài 12,5% còn chịu thêm thuế Mục 301 cũ. Cá tuyết và minh thái chịu mức tương đương nhưng đắt hơn nhiều.

9T26, cá tra nhập vào Mỹ có giá 2,89 USD/kg, rẻ hơn cá rô phi (3,40 USD/kg) và cá tuyết (12,12 USD/kg). Nhập khẩu cá rô phi giảm 30%, mạnh hơn mức giảm 16,8% của cá tra. Chúng tôi cho rằng cá tra vẫn giữ lợi thế giá, và VHC hưởng lợi nhiều nhất nhờ được miễn thuế chống bán phá giá.

Hình 3: Mức thuế hiệu dụng chốt cuối cùng ở mức 12,5% cao hơn mức cũ 2,5 điểm % tuy nhiên mức này vẫn ở mức cạnh tranh cho các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản sang Mỹ, trong khi cá rô phi Trung Quốc vẫn chịu mức thuế cao do thuế bổ sung theo Mục 301



Nguồn: Federal Register, VNDIRECT RESEARCH

VHC là doanh nghiệp duy nhất được miễn thuế CBPG của Mỹ

Hình 4: VHC tiếp tục là doanh nghiệp cá tra Việt Nam duy nhất được miễn thuế chống bán phá giá theo kết quả sơ bộ POR22

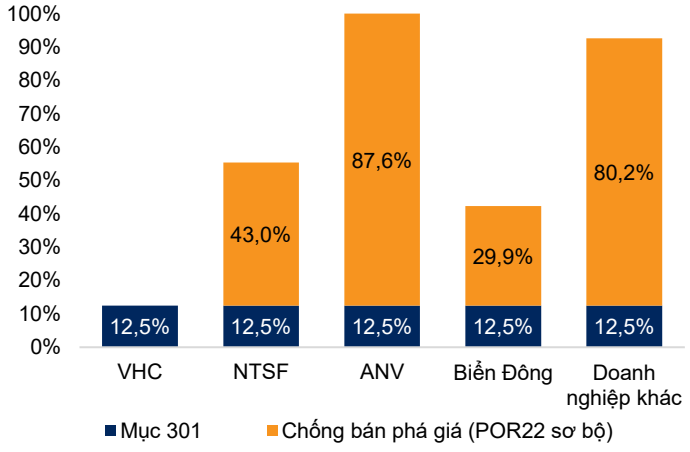
Công ty	Chính thức					Sơ bộ
	POR17	POR18	POR19	POR20	POR21	POR 22
CTCP Vĩnh Hoàn	**Không áp dụng**					**0**
Thủy sản Biển Đông	0,19	0,19	0,18	0	1	**0,89**
CTCP NTSF (Nha Trang Seafoods)	–	–	–	0	0,38	**1,28**
CTCP Nam Việt	0	0	0	0	0,84	**2,61**
CASEAMEX Cần Thơ	0,15	0,15	0,14	0	0,84	**1,28**
Các công ty XK Việt Nam khác	2,39	2,39	2,39	2,39	2,39	**2,39**

Nguồn: Federal Register, VNDIRECT RESEARCH

Ngày 16/11/2026, Bộ Thương mại Mỹ công bố kết quả sơ bộ POR22 đối với sản phẩm cá tra phi lê đông lạnh của Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ trong giai đoạn từ tháng 8/2024 đến tháng 7/2025. VHC là doanh nghiệp duy nhất tiếp tục được miễn thuế chống bán phá giá, qua đó duy trì lợi thế cạnh tranh về giá so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong khi đó, mức thuế sơ bộ đối với các doanh nghiệp khác tiếp tục ở mức cao so với giai đoạn trước POR21. Cụ thể, NTSF tăng từ 0,38 lên 1,28 USD/kg, đáng chú ý CTCP Nam Việt tăng từ 0,84 lên 2,61 USD/kg, trong khi Biển Đông giảm nhẹ từ 1,00 xuống 0,89 USD/kg. Các doanh nghiệp còn lại tiếp tục chịu mức 2,39 USD/kg. VHC không bị ảnh hưởng vì đã được bãi bỏ khỏi lệnh thuế từ tháng 1/2025.

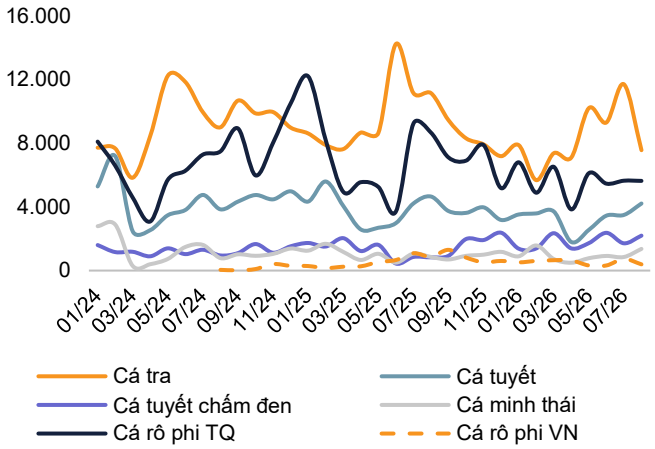
Cộng thêm thuế Mục 301, tổng thuế của VHC chỉ 12,5% giá trị hàng, so với 42–100% của các doanh nghiệp trong diện rà soát và khoảng 93% của các doanh nghiệp còn lại (Hình 5). Chúng tôi cho rằng lợi thế này giúp VHC duy trì thị phần tại Mỹ, khi các đối thủ trong nước khó cạnh tranh về giá.

Hình 5: Tổng thuế của VHC tại Mỹ ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành theo kết quả sơ bộ POR22 (giả định giá xk trung bình 3 USD/kg)



Nguồn: Federal Register, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Nhập khẩu cá tra Việt Nam vào thị trường Mỹ vẫn ghi nhận cao nhất nhưng có dấu hiệu giảm do lượng lớnS đơn hàng đã được đặt vào tháng 7 trước lo ngại về thuế quan của Mỹ



Nguồn: NOAA, VNDIRECT RESEARCH

Nhờ vậy, Mỹ tiếp tục là thị trường chính của doanh nhiệp. Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu sang Mỹ tăng 9,0%/10,0% trong năm 2026/27, nhờ: 1) VHC là doanh nghiệp duy nhất không chịu thuế CBPG nên có thể giành thêm thị phần từ các doanh nghiệp cùng ngành chịu tổng thuế 42–100% sau POR22; 2) Nhu cầu tiêu thụ cá tăng trong mùa lễ hội sắp tới.

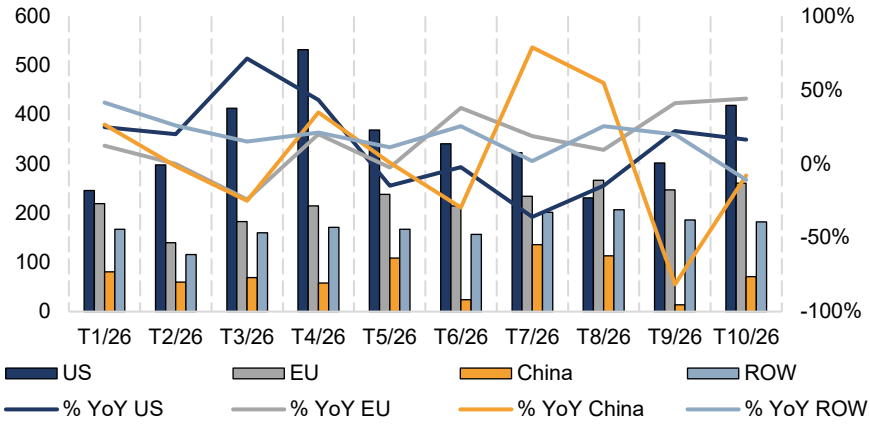
Bên cạnh Mỹ, chúng tôi kỳ vọng VHC đẩy mạnh xuất khẩu sang châu Âu nhằm đa dạng hóa thị trường

Tình hình thuế quan phức tạp khiến các doanh nghiệp thủy sản tìm hướng đi mới tại các thị trường châu Âu và các thị trường thay thế khác

Trước các rủi ro thuế quan tại Mỹ (thuế CBPG tăng mạnh sau POR21 và thuế bổ sung theo mục 301), các doanh nghiệp cá tra Việt Nam đang đẩy mạnh chuyển hướng sang các thị trường thay thế, trong đó EU là một trong những điểm đến chính. Xuất khẩu cá tra Việt Nam sang EU trong 9T26 đạt 148 triệu USD (+12% svck). Thị trường này tăng trưởng ổn định, ít chịu tác động từ việc tích trữ hàng trước thuế quan như Mỹ, và đã vượt Brazil (144 triệu USD) về kim ngạch.

VHC là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi rõ nhất từ xu hướng này. Doanh thu lũy kế 10T26 của VHC tại EU tăng 13,7% svck, cao nhất trong các thị trường chính của công ty (Mỹ +7,9%, Trung Quốc – Hồng Kông +4,4%) và cao hơn mức tăng của toàn ngành sang EU. Kết quả này phản ánh chiến lược của VHC: ưu tiên các thị trường có biên lợi nhuận cao, yêu cầu khắt khe về chất lượng và truy xuất nguồn gốc. Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu sang EU của VHC tăng 15,0%/10% trong năm 2026/27, nhờ: 1) Nhu cầu chuyển dịch sang sản phẩm giá hợp lý**:** trong bối cảnh kinh tế châu Âu khó khăn và sức mua suy yếu, người tiêu dùng có xu hướng chuyển sang các loại cá thịt trắng giá rẻ hơn. Cá tra có lợi thế rõ so với cá tuyết và cá minh thái, vốn đang ở mức giá cao do nguồn cung khai thác bị thu hẹp; 2) Lợi thế từ EVFTA: thuế nhập khẩu cá tra phi lê đông lạnh vào EU đã về 0% theo lộ trình của Hiệp định, giúp cá tra Việt Nam cạnh tranh tốt hơn về giá.

Hình 7: Giá trị xuất khẩu 10 tháng đầu năm cho thấy VHC tiếp tục mở rộng sang các thị trường khác thay vì tập trung vào thị trường Mỹ (triệu USD, cột trái; %, cột phải)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

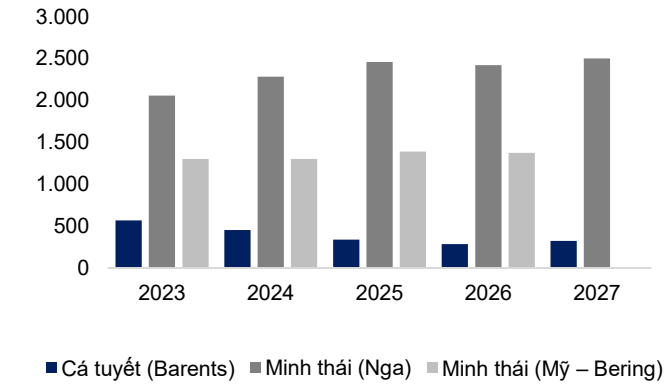
Giá bán tăng nhẹ bù đắp một phần áp lực chi phí

Giá cá tuyết tăng vọt do hạn ngạch khai thác toàn ngành giảm mạnh, cá tra duy trì thị phần nhờ lợi thế giá

Nguồn cung cá thịt trắng khai thác tự nhiên giảm mạnh từ giữa năm 2025: hạn ngạch cá tuyết Barents 2026 chỉ còn 285.000 tấn (thấp nhất 35 năm), Iceland niên vụ 2025-26 giảm 4% xuống 203.822 tấn (thấp nhất từ 2013). Giá cá tuyết phi lê đông lạnh nhập khẩu vào Mỹ đến T9/2026 vì vậy tăng khoảng 30% svck. Hạn ngạch 2027 được đề xuất tăng nhẹ (Barents +9,7%, Canada +55%) nhưng vẫn thấp và chỉ phục hồi dần đến 2029.

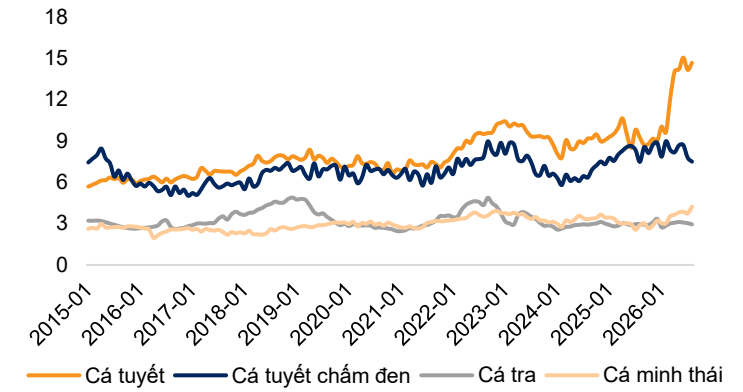
Ngược lại, cá tra có nguồn cung nuôi trồng ổn định, không phụ thuộc hạn ngạch, nên giá nhập khẩu 9T26 chỉ tăng 2,3% lên 2,89 USD/kg, khiến khoảng cách giá với cá tuyết ngày càng lớn. Chúng tôi cho rằng lợi thế giá của cá tra kéo dài đến 2028-29, chủ yếu ở phân khúc đông lạnh và chế biến, nơi cá tra có thể thay thế cá tuyết. Do đó, chúng tôi dự phóng giá bán cá tra tăng 3% svck.

Hình 8: Hạn ngạch khai thác cá tuyết bị thu hẹp do yêu cầu phát triển bền vững, làm gia tăng tình trạng thiếu hụt nguồn cung (tấn)



Nguồn: NOAA, VNDIRECT RESEARCH

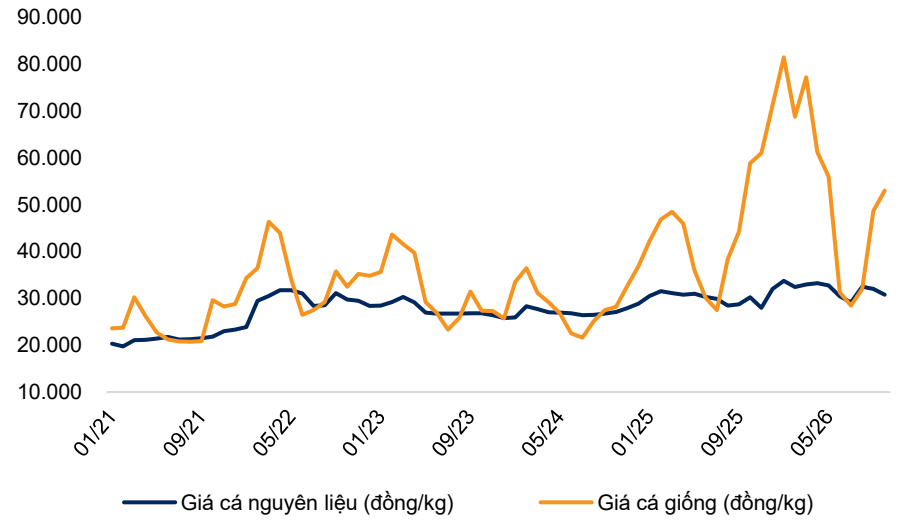
Hình 9: Giá phi lê đông lạnh cá tuyết nhập khẩu vào Mỹ tiếp tục lập mức cao kỷ lục, trong khi giá cá minh thái tiệm cận đỉnh năm 2022 (USD/kg)



Nguồn: NOAA, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo BLNG giảm 1 điểm % svck năm 2026 và cải thiện 0,7 điểm % năm 2027

Hình 10: Trong T9/26 giá cá nguyên liệu duy trì ở mức cao trên 30.000 đồng/kg trong khi giá cá giống biến động mạnh svck do thiếu hụt nguồn cung

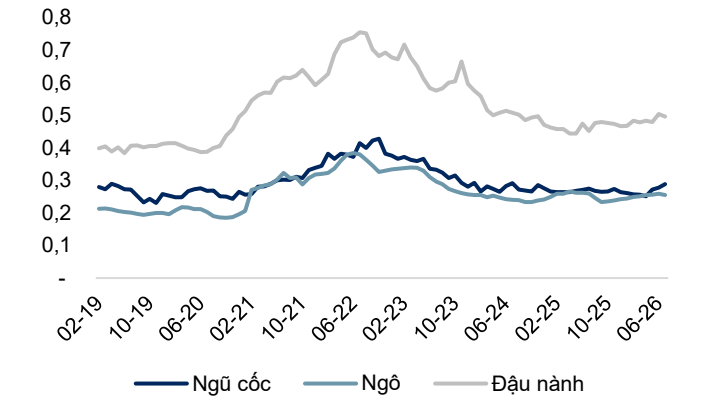


Nguồn: Agromonitor, VNDIRECT RESEARCH

Giá cá giống tăng gấp 2–3 lần và liên tục lập kỷ lục từ T1/2026. Nguyên nhân là điều kiện ương nuôi bất lợi và chi phí cao khiến nhiều hộ trì hoãn thả giống, trong khi nhu cầu vẫn cao. Thiếu nguồn cung kéo giá cá tra nguyên liệu tăng khoảng 55%, từ 24.000 đồng/kg trước Tết lên đỉnh 37.000–37.500 đồng/kg vào giữa tháng 10/2026, trong khi giá bán chỉ tăng khoảng 3%. Ngược lại, giá thức ăn chăn nuôi, khoản chi phí chính nhìn chung ổn định. Giá đậu tương tăng 7,8% do chi phí vận tải cao, ngô và lúa mì đi ngang, và cả ba đã có dấu hiệu hạ nhiệt nhờ nguồn cung ngũ cốc toàn cầu dồi dào. Nhờ tự chủ phần lớn nguyên liệu và có lợi thế đàm phán giá, VHC chịu tác động từ giá cá thị trường ít hơn các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi dự phóng giá nguyên liệu đầu vào của VHC tăng 7%/5% trong năm 2026/27.

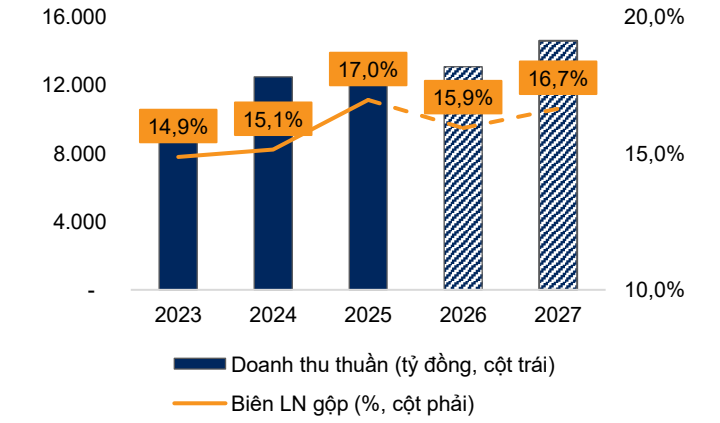
Do đó, chúng tôi dự báo biên LN gộp năm 2026 giảm 1 điểm % svck xuống 15,9%, do giá cá nguyên liệu cao trong nửa cuối năm. Năm 2027, biên gộp dự báo cải thiện 0,7 điểm % lên 16,7% khi nguồn cá giống được bổ sung giúp giá nguyên liệu hạ nhiệt, và giá thức ăn chăn nuôi tiếp tục ổn định.

Hình 11: Giá thức ăn chăn nuôi duy trì ở mức thấp, chịu biến động nhẹ



Nguồn: Agromonitor, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Chúng tôi dự báo biên LN gộp giảm 1 điểm % trong 2026 và cải thiện 0,7 điểm % trong 2027



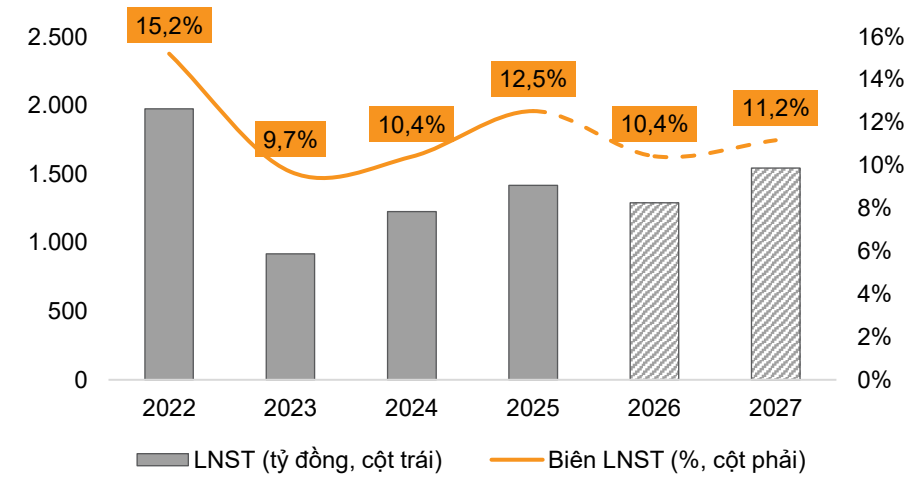
Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

LNST phục hồi từ năm 2027 khi áp lực giá nguyên liệu hạ nhiệt

Chúng tôi dự báo LNST lần lượt đạt 1.367 tỷ đồng (-9,3% svck) và 1.635 tỷ đồng (+19,6% svck) trong năm 2026/27, tương ứng mức điều chỉnh -9,8% và +1,9%

so với dự báo trước. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST năm 2026 do: 1) giá cá nguyên liệu lập đỉnh khiến biên LN gộp giảm; 2) thu nhập tài chính ròng giảm 65% xuống 88 tỷ đồng do lỗ tỷ giá và chi phí lãi vay tăng; và 3) doanh thu phi lê cá tra thấp hơn dự phóng trước 7,3% do sản lượng tại Mỹ tăng chậm lại từ Q2 và giá bán thấp hơn kỳ vọng. Năm 2027, LNST phục hồi nhờ doanh thu tăng 12,3% và thu nhập tài chính cải thiện.

Hình 13: Chúng tôi dự báo biên LNST giảm năm 2026 và phục hồi vào năm 2027



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 67.900 đồng/cp

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 68.700 đồng/cp

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E để xác định giá mục tiêu.

Đối với phương pháp DCF, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu do tác động từ: (1) điều chỉnh dự báo LNST năm 2026/27 lần lượt -9,8%/+1,9%; (2) tăng WACC từ 12,0% lên 12,6% sau khi cập nhật lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro thị trường.

Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu 9,6x, bằng mức trung bình ngành của các công ty trong khu vực châu Á.

Hình 14: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá trung bình (đồng)
CKDT	73.342	50%	36.671
P/E (9,6x)	62.490	50%	31.245
Giá trung bình			67.916
Giá mục tiêu (làm tròn)			**67.900**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Giả định WACC

WACC	
Phần bù rủi ro	7,9%
Lãi suất phi rủi ro	4,4%
Beta	1,24
Chi phí VCSH	14,2%
Chi phí nợ vay	8,5%
Thuế suất	15,0%
Tỷ trọng nợ vay	22,9%
Tỷ trọng VCSH	77,1%
WACC	12,6%
Tỷ lệ tăng trưởng	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá theo phương pháp CKDT

Phương pháp CKDT	
Giá trị hiện tại dòng tiền (tỷ đồng)	5.257
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối (tỷ đồng)	9.346
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	14.603
Cộng: Tiền & Đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	3.928
Trừ: Nợ vay (tỷ đồng)	(3.169)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	15.362
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	209
Giá mục tiêu (đồng/ cp)	**73.342**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (Dữ liệu ngày18/11/2026)

Công ty	Quốc gia	Vốn thị trường	Doanh thu trượt 12T	svck	LN ròng trượt 12T	svck	Nợ/ VCSH	ROE trượt	P/E trượt	P/E điều chỉnh	P/B	EV/EBITDA
		tr USD	tr USD	%	tr USD	%	%	%	x	x	x	x
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	Việt Nam	49,1	303,7	3,8	6,5	20,4	139,5	4,4	8,7	8,7	0,4	8,8
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang	Việt Nam	21,5	79,5	4,8	1,7	78,0	55,0	5,4	12,5	12,5	0,7	7,5
CTCP Nam Việt	Việt Nam	168,3	303,6	28,7	30,0	4,7	49,2	20,7	5,5	5,5	1,1	4,8
Tập đoàn Thai Union	Thái Lan	1.457,7	4.212,7	1,8	181,3	(1,2)	142,2	10,3	11,5	10,5	1,2	10,8
Tập đoàn Nissui	Nhật Bản	2.138,8	6.242,8	8,1	198,2	6,9	95,2	9,9	11,8	10,7	1,1	8,7
Trung bình		**767,1**	**2.228,5**	**9,4**	**83,6**	**21,8**	**96,2**	**10,1**	**10,0**	**9,6**	**0,9**	**8,1**
Trung vị		**168,3**	**303,7**	**4,8**	**30,0**	**6,9**	**95,2**	**9,9**	**11,5**	**10,5**	**1,1**	**8,7**
CTCP Vĩnh Hoàn	Việt Nam	415,6	415,9	(1,0)	50,0	(20,6)	31,6	12,7	9,1	9,1	1,1	5,3

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá

- Giá bán phục hồi mạnh hơn kỳ vọng
- Nhu cầu tại các thị trường mục tiêu tăng mạnh hơn kỳ vọng
- Chính sách thuế quan diễn biến thuận lợi hơn kỳ vọng

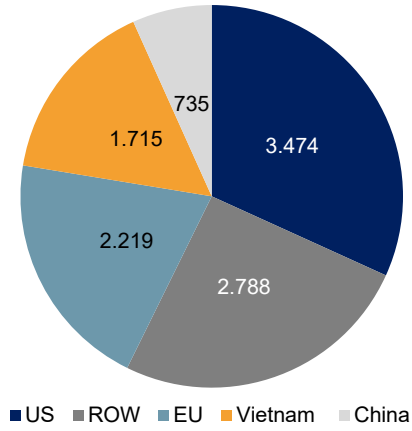
Rủi ro giảm giá

- Chi phí đầu vào tăng cao hơn kỳ vọng, gây áp lực lên BLNG
- Nhu cầu phục hồi chậm hơn kỳ vọng tại các thị trường xuất khẩu
- Chính sách thuế quan diễn biến bất lợi hơn kỳ vọng
- Nguồn cung cá thịt trắng phục hồi nhanh hơn dự kiến

Phụ lục 1. Tổng quan doanh nghiệp

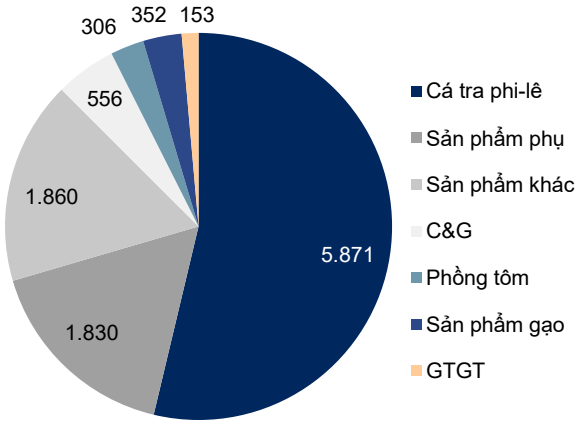
Được thành lập năm 1997, Tổng Công ty Vĩnh Hoàn (VHC, HOSE) đã từng bước vươn lên trở thành nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam kể từ năm 2010. Doanh thu xuất khẩu đóng góp hơn 75% tổng doanh thu của VHC. Doanh nghiệp xuất khẩu phần lớn phi lê cá tra, collagen và gelatin, một phần của thịt cá và dầu cá. VHC tập trung vào thị trường tiêu dùng Mỹ nơi khách hàng sẵn sàng trả giá cao cho các sản phẩm cá tra chất lượng của Việt Nam.

Hình 18: Doanh thu 10T26 của VHC theo thị trường (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, VNDIRECTRESEARCH

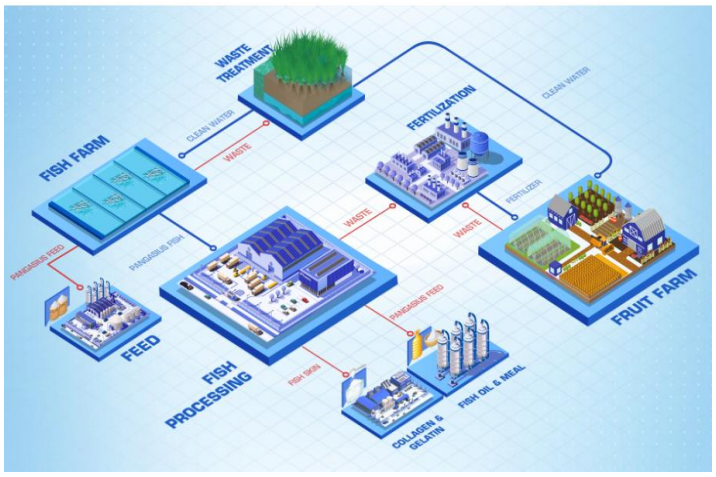
Hình 19: Doanh thu 10T26 theo sản phẩm (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

VHC liên tục nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, tạo ra các sản phẩm có giá trị gia tăng từ cá tra. Kể từ 2011, Vĩnh Hoàn đã thành lập Vinh Wellness, sản xuất thành công collagen và gelatin từ da cá, một sản phẩm có giá trị cao với biên LN gộp là 40-60%. Ngoài ra, công ty còn sử dụng các sản phẩm phụ khác trong quá trình chế biến cá tra làm nguyên liệu đầu vào cho việc sản xuất surimi, dầu cá, và bột cá. Vĩnh Hoàn cũng nhận thấy các tiềm năng của ngành nông nghiệp và đặt mục tiêu trở thành tập đoàn chế biến thực phẩm hàng đầu. Đầu năm 2021, Vĩnh Hoàn đã thành lập Vinh Agriculture và mua lại Công ty thực phẩm Sa Giang để mở rộng chuỗi giá trị.

Hình 20: Chuỗi giá trị của VHC



Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21*: Sản phẩm từ cá tra của VHC



Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 2. Báo cáo tài chính

Báo cáo KQKD

(tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	13.231	10.033	12.513	12.021	13.105	14.630	15.594
Giá vốn hàng bán	(10.255)	(8.540)	(10.618)	(9.981)	(11.016)	(12.194)	(13.026)
Lợi nhuận gộp	**2.976**	**1.493**	**1.895**	**2.040**	**2.089**	**2.436**	**2.568**
Chi phí QLDN	(372)	(308)	(358)	(313)	(313)	(389)	(418)
Chi phí bán hàng	(349)	(216)	(297)	(252)	(296)	(329)	(269)
Lợi nhuận hoạt động	**2.319**	**1.118**	**1.450**	**1.732**	**1.569**	**1.877**	**2.028**
EBITDA	**2.646**	**1.520**	**1.906**	**2.217**	**2.090**	**2.457**	**2.654**
Khấu hao	327	402	456	484	521	581	626
EBIT	**2.255**	**970**	**1.243**	**1.480**	**1.479**	**1.718**	**1.882**
Thu nhập tài chính	434	377	423	361	447	548	556
Chi phí tài chính	(370)	(229)	(217)	(109)	(358)	(390)	(410)
Thu nhập khác	4	27	4	(16)	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**2.323**	**1.145**	**1.453**	**1.716**	**1.569**	**1.877**	**2.028**
Thuế	(310)	(171)	(151)	(209)	(202)	(242)	(261)
Lợi nhuận ròng	**2.013**	**974**	**1.303**	**1.507**	**1.367**	**1.635**	**1.767**
Lợi ích CĐTS	77	92	99	106	115	128	142

Bảng Cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tiền & tương đương tiền	553	233	570	2.008	3.074	2.468	3.394
Đầu tư ngắn hạn	1.768	2.069	2.340	2.377	1.835	1.835	1.835
Khoản phải thu	2.330	1.578	2.201	1.985	2.530	2.799	2.964
Hàng tồn kho	2.818	3.763	2.915	2.785	2.056	3.513	3.753
Tài sản ngắn hạn khác	172	245	213	167	167	167	167
Tổng tài sản ngắn hạn	**7.640**	**7.888**	**8.238**	**9.322**	**9.662**	**10.782**	**12.113**
Tài sản cố định	2.824	3.383	3.415	3.310	3.738	3.739	3.697
Đầu tư	66	67	69	56	56	56	56
Tài sản dài hạn khác	1.053	604	511	481	481	481	481
Tổng tài sản	**11.583**	**11.943**	**12.234**	**13.408**	**14.175**	**15.254**	**16.498**
Vay ngắn hạn	2.214	2.157	2.277	2.046	2.225	2.083	2.225
Khoản phải trả	448	309	278	328	220	366	391
Nợ ngắn hạn khác	1.037	767	629	937	947	1.022	1.018
Nợ ngắn hạn	**3.698**	**3.233**	**3.184**	**3.311**	**3.392**	**3.471**	**3.634**
Vay dài hạn	175	102	0	0	0	0	0
Nợ khác	16	17	56	52	52	52	52
Vốn góp	1.834	1.870	2.245	2.245	2.095	2.095	2.095
Lợi nhuận giữ lại	5.426	6.213	6.168	7.103	7.863	8.772	9.754
Vốn chủ sở hữu	**7.694**	**8.591**	**8.994**	**10.045**	**10.731**	**11.732**	**12.813**
Lợi ích CĐTS	171	244	318	434	510	602	701
Tổng nợ và VCSH	**11.583**	**11.943**	**12.234**	**13.408**	**14.175**	**15.254**	**16.498**

Báo cáo LCTT

(tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lợi nhuận trước thuế	**2.323**	**1.145**	**1.453**	**1.716**	**1.569**	**1.877**	**2.028**
Khấu hao	327	402	456	484	521	581	626
Chi phí thuế đã trả	(63)	(315)	(259)	(76)	(202)	(242)	(261)
Điều chỉnh khác	414	(45)	(241)	(150)	85	86	86
Thay đổi vốn lưu động	(1.397)	(640)	661	399	508	(1.592)	(470)
Dòng tiền HĐKD	**1.604**	**547**	**2.070**	**2.374**	**2.482**	**710**	**2.008**
Capex	(1.131)	(677)	(705)	(411)	(949)	(581)	(584)
Thu từ thanh lý tài sản	10	4	11	8	0	0	0
Khác	(407)	(121)	(169)	116	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	1	2	3	4	5	6
Dòng tiền HĐĐT	**(1.528)**	**(792)**	**(861)**	**(284)**	**(945)**	**(576)**	**(578)**
Phát hành cổ phiếu	154	57	0	0	(150)	0	0
Mua lại cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Vay ròng	497	(129)	(13)	(231)	179	(142)	142
Khác	0	0	0	0	(77)	(92)	(99)
Cổ tức đã trả	(367)	0	(899)	(449)	(419)	(501)	(542)
Dòng tiền HĐTC	**284**	**(73)**	**(912)**	**(680)**	**(467)**	**(735)**	**(498)**
Dòng tiền đầu kỳ	195	553	233	570	2.008	3.074	2.468
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	**360**	**(318)**	**297**	**1.410**	**1.070**	**(601)**	**932**
Thay đổi do ngoại tệ	(2)	(2)	(1)	(2)	0	0	0
Dòng tiền cuối kỳ	**553**	**234**	**529**	**1.978**	**3.078**	**2.473**	**3.400**

Các chỉ số chính

Chỉ số định giá	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EPS (đồng)	10.266	4.998	5.473	6.319	6.159	7.368	7.962
P/E	7,0	14,9	13,3	8,9	11,0	9,2	8,5
EV/ EBITDA	27,0	48,9	38,1	25,3	32,5	27,6	25,6
P/S	1,0	1,4	1,3	1,0	1,1	1,0	0,9
P/B	1,7	1,7	1,8	1,3	1,3	1,2	1,1
Tỷ suất cổ tức	2,6%	0,0%	5,2%	3,4%	2,8%	3,3%	3,6%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	18%	0%	69%	30%	31%	31%	31%
Chỉ số tăng trưởng							
Doanh thu (svck)	46,1%	-24,2%	24,7%	-3,9%	9,0%	11,6%	6,6%
Lợi nhuận gộp (svck)	169,5%	50,2%	126,9%	107,7%	102,4%	116,6%	105,4%
Lợi nhuận ròng (svck)	81,9%	-51,6%	33,8%	15,7%	-9,3%	19,6%	8,1%
EPS (svck)	70,0%	-51,3%	9,5%	15,5%	-2,5%	19,6%	8,1%
Chỉ số sinh lời							
Biên lợi nhuận gộp	22,5%	14,9%	15,1%	17,0%	15,9%	16,7%	16,5%
Biên EBITDA	20,0%	15,2%	15,2%	18,4%	15,9%	16,8%	17,0%
Biên lợi nhuận hoạt động	17,5%	11,1%	11,6%	14,4%	12,0%	12,8%	13,0%
Biên lợi nhuận ròng	15,2%	9,7%	10,4%	12,5%	10,4%	11,2%	11,3%
ROA	19,8%	8,3%	10,8%	11,8%	9,9%	11,1%	11,1%
ROE	29,6%	12,0%	14,8%	15,8%	13,2%	14,6%	14,4%
Chỉ số đòn bẩy tài chính							
Khả năng trả lãi vay	68,09	10,18	9,35	20,12	26,98	20,12	21,84
EBITDA/(Chi phí lãi vay + Chi phí vốn)	4,26	1,24	2,35	2,85	4,49	2,38	3,98
Tổng nợ/ vốn	1,30	1,21	1,01	0,91	1,06	0,99	1,06
Tổng nợ/ VCSH	0,31	0,26	0,25	0,20	0,21	0,18	0,17
Nợ ròng/ VCSH	0,24	0,24	0,19	0,00	(0,08)	(0,03)	(0,09)
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tài sản	1,3	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0
Vòng quay các khoản phải thu	5,9	5,1	6,6	5,7	5,8	5,5	5,4
Số ngày phải thu bình quân	62	71	55	64	63	66	67
Vòng quay các khoản phải trả	28,6	25,1	33,3	32,5	37,5	46,6	35,1
Số ngày phải trả bình quân	14	16	10	11	9	9	11
Vòng quay hàng tồn kho	4,4	2,6	3,2	3,5	4,6	4,4	3,6
Số ngày tồn kho bình quân	82	141	115	104	80	83	102
Hệ số thanh toán hiện hành	2,1	2,4	2,6	2,8	2,8	3,1	3,3
Hệ số thanh toán nhanh	1,3	1,3	1,7	2,0	2,2	2,1	2,3

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành	Định nghĩa:
TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư
Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng Tiêu dùng, Xuất khẩu & Hàng không
Email: ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Đào Thị Hồng Anh – Chuyên viên phân tích
Email: anh.daohong@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn