

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HSX: VHC)
TRIỂN VỌNG 2026-2027: TẬP TRUNG TỐI ƯU BIÊN LỢI NHUẬN

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q1-FY26	Q4-FY25	+/- qoq	Q1-FY25	+/- yoy
Doanh thu thuần	2.955	2.710	9%	2.648	12%
LNST-CĐM	266	277	-4%	193	38%
EBIT	279	321	-13%	254	10%
Tỷ suất EBIT	9%	12%	-238 bps	10%	-13 bps

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Thị trường Mỹ dẫn dắt tăng trưởng trong Q1/2026

- Q1/2026, doanh thu thuần và LNST-CTM lần lượt tăng 12% YoY và 37,8% YoY, dẫn dắt bởi tăng trưởng của các sản phẩm giá trị gia tăng (+63% YoY). Cụ thể, doanh thu mảng fillet đông lạnh tăng 14% YoY, phụ phẩm tăng 17%, C&G tăng 21% và Sa Giang tăng 16% YoY. Về thị trường tiêu thụ, Mỹ tiếp tục là động lực chính với doanh thu tăng 40% YoY, trong khi EU tăng 6% YoY và Trung Quốc giảm nhẹ 3% YoY.
- Biên lợi nhuận gộp Q1/2026 cải thiện lên 14,6% (từ 12,7% cùng kỳ) nhờ giá bán tăng 9% YoY, nhanh hơn mức tăng 4% YoY của giá cả nguyên liệu mua ngoài. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu duy trì ổn định ở mức 5%. Từ đó, biên lợi nhuận ròng cũng mở rộng lên 9% (từ 7% cùng kỳ).

Triển vọng FY26-27: tập trung vào cải thiện biên gộp thay vì tăng trưởng sản lượng

- KQKD Q2/2026 kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng với doanh thu đạt 3.778 tỷ đồng (+18% YoY) và LNST-CTM đạt 586 tỷ đồng (+14% YoY). Tăng trưởng chủ yếu nhờ mảng fillet đông lạnh (+22% YoY), được hỗ trợ bởi nhu cầu mạnh từ Mỹ trước rủi ro chi phí vận chuyển tăng, nguồn cung cá biển sụt giảm và khả năng áp thuế quan mới theo Điều khoản 123 và 301 vào tháng 7/2026. Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 21% (+100 bps YoY) nhờ giá bán tăng dần. Tuy nhiên, biên LNST-CTM duy trì tương đương cùng kỳ do không còn khoản hoàn nhập lỗ chứng khoán.
- Giai đoạn 2026-2027 được kỳ vọng là giai đoạn "tối ưu hiệu quả kinh doanh" hơn là tăng trưởng doanh thu. Theo đó, doanh nghiệp đặt mục tiêu mở rộng biên lợi nhuận bằng cách: (1) kiểm soát giá vốn thông qua cải thiện con giống và (2) tăng tỷ trọng các mảng sản phẩm giá trị gia tăng có biên gộp cao như C&G, Sa Giang và sản phẩm cá tra GTGT. Sản lượng và giá bán dự phóng năm 2026 lần lượt đạt 84 nghìn tấn (-1% YoY) và 2,93 USD/kg (+2% YoY).
- Tổng doanh thu thuần 2026/2027 ước tính đạt 12.507/13.179 tỷ đồng (tăng trưởng 4-5% mỗi năm) và LNST CTM ước tính đạt 1.526/1.753 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 8% YoY và 15% YoY. EPS năm 2026 tương ứng đạt 6.798 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ bắt đầu chuyển sang giai đoạn tăng trưởng chất lượng hơn, với trọng tâm là mở rộng biên lợi nhuận gộp thông qua tối ưu hóa cơ cấu sản phẩm (tăng tỷ trọng fillet và sản phẩm giá trị gia tăng) cũng như kiểm soát chi phí bằng cách cải thiện chất lượng con giống.

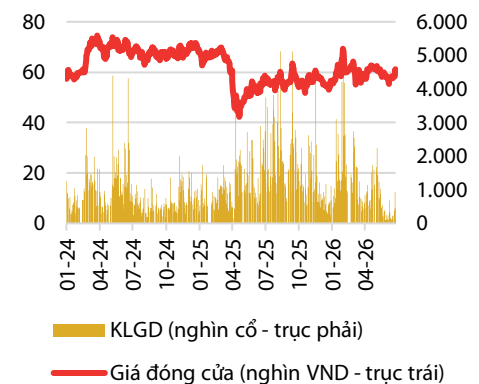
So với báo cáo ngành thủy sản cập nhật vào ngày 27/03/2026, doanh thu và LNST năm 2026-2027 không có nhiều thay đổi trọng yếu trên 5% sau khi chúng tôi cập nhật lại kết quả kinh doanh năm 2025 theo số kiểm toán. Sử dụng kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (FCFF) và P/E, giá trị hợp lý được xác định cho cổ phiếu VHC là **73.300 đồng/cp**. Kết hợp với cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới là 2.000 đồng, tổng mức sinh lời kỳ vọng so với giá đóng cửa ngày 29/06/2026 là 25%, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu VHC.

MUA +25%

Giá thị trường (VND)	60.000
Giá mục tiêu (VND)	73.300
Cổ tức tiền kỳ vọng 12 tháng tới	VND 2.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thủy sản	
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.567	
SLCPDLH (triệu CP)	209	
KLGD bình quân 3 tháng (nghìn cp)	666	
Free Float (%)	45	
Giá cao nhất 52 tuần	69.200	
Giá thấp nhất 52 tuần	51.900	
Beta	1	
	FY2025	Hiện tại
EPS	6.319	6.644
Tăng trưởng EPS (%)	15,7	5,2
P/E	9,8	9,2
P/B	1,5	1,4
EV/EBITDA	7,4	7,0
ROE (%)	15,5	15,4

Diễn biến giá

Cổ đông lớn (%)

Chủ tịch HĐQT	42,32
Khác	57,68
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	81,10

Phòng Phân tích Ngành Thủy sản

phantich@vdsc.com.vn

Thị trường Mỹ dẫn dắt tăng trưởng Q1/2026

Sau khi LNST CTM Q4/2025 ghi nhận sụt giảm 34% YoY, kết quả kinh doanh Q1/2026 đã tích cực trở lại với doanh thu thuần Q1/2025 đạt 2.955 tỷ đồng (+12% YoY) và LNST CTM đạt 266,2 tỷ đồng (+37,8% YoY).

Tăng trưởng doanh thu được dẫn dắt bởi các sản phẩm giá trị gia tăng (+63% YoY), trong đó mảng cá fillet đông lạnh đạt 1.546 tỷ đồng (+14% YoY), phụ phẩm tăng 17% YoY, C&G tăng 21% YoY và Sa Giang tăng 16% YoY. Mảng fillet đông lạnh tăng 14% YoY nhờ sản lượng ước tính tăng 18,4 nghìn tấn (+2,3% YoY) và giá bán trung bình đạt khoảng 3,1 USD/kg (+9% YoY).

Về cơ cấu doanh thu theo thị trường, Mỹ tiếp tục là động lực chính với doanh thu tăng mạnh 40% YoY lên 957 tỷ đồng, trong khi EU tăng 6% YoY. Ngược lại, doanh thu tại Trung Quốc giảm nhẹ 3% YoY.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 14,6% từ 12,7% của cùng kỳ nhờ giá bán tăng 9% YoY trong khi chi phí giá cả nguyên liệu mua ngoài tăng thấp hơn (+4% YoY) do giá thức ăn trung bình tăng 2% YoY và giá cá giống tăng 39% YoY.

Lợi nhuận tài chính tăng nhẹ 15 tỷ đồng (+46% YoY) nhờ khoản lỗ chênh lệch tỷ giá giảm 27 tỷ đồng.

Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu duy trì ổn định ở mức 5%. Trong đó, chi phí bán hàng đạt 64 tỷ đồng (+22% YoY) chủ yếu do chi phí vận chuyển, lưu kho tăng 20% YoY. Nhờ đó, biên lợi nhuận ròng cải thiện lên 9% từ 7% cùng kỳ.

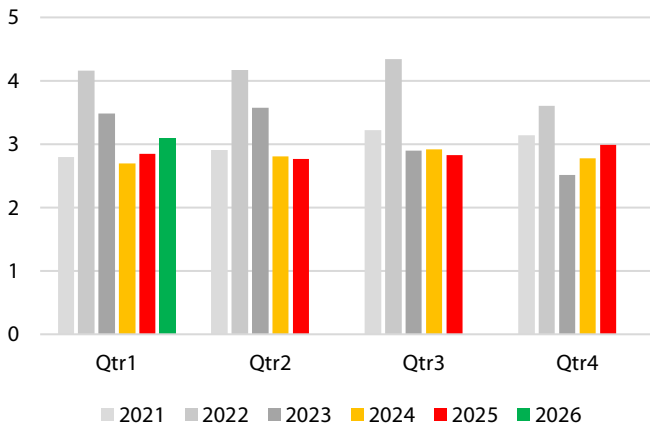
Về các chỉ tiêu hoạt động, ngày tồn kho đã giảm về 101 ngày từ mức 117 ngày của cùng kỳ và ngày phải thu cũng giảm 2 ngày so với cùng kỳ cho thấy Công ty quản lý hàng tồn kho hiệu quả cũng như đẩy mạnh được hàng bán qua Mỹ sau khi sản lượng xuất khẩu Q4/2025 sụt giảm 28% YoY.

Bảng 1: KQKD Q1/2026 của VHC

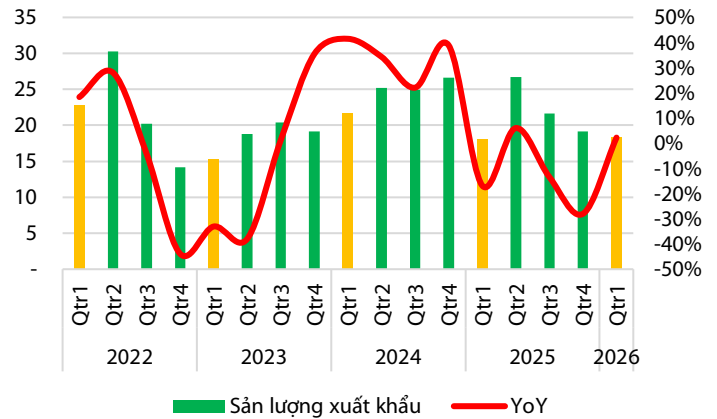
Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2026	Q1/2025	YoY	Q4/2025	QoQ
Doanh thu thuần	2.955	2.648	12%	2.710	9%
Doanh thu theo cơ cấu sản phẩm					
- Cá fillet đông lạnh	1.546	1.354	14%	1.464	6%
- Cá tra GTGT	44	27	63%	41	7%
+ Sản lượng cá tra (nghìn tấn) (*)	18	18	2%	19	-4%
+ Giá bán trung bình (USD/kg) (*)	3,10	2,85	9%	2,99	4%
- Phụ phẩm	519	445	17%	480	8%
- C&G	198	163	21%	173	14%
- Sa Giang	191	164	16%	206	-7%
- Khác	457	495	-8%	346	32%
Doanh thu theo thị trường					
Việt Nam	788	817	-4%	848	-7%
Mỹ	957	686	40%	795	20%
EU	542	576	-6%	562	-4%
Trung Quốc	210	217	-3%	202	4%
Khác	443	349	27%	526	-16%
Lợi nhuận gộp	431	337	28%	486	-11%
+ Biên gộp	15%	13%	+187 bps	18%	-333 bps
Chi phí bán hàng	(64)	(53)	22%	(67)	-4%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(77)	(70)	10%	(85)	-9%
+ Tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu	4,8%	4,6%	+14 bps	5,6%	-82 bps
Doanh thu tài chính	74	90	-18%	42	74%
Chi phí tài chính	(26)	(57)	-54%	(25)	5%
Thu nhập khác	4	7	N.A	(2)	-251%
Lợi nhuận trước thuế	341	254	34%	350	-3%
Lợi nhuận sau thuế	286	211	35%	301	-5%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	266	193	38%	277	-4%
+ Biên LNST CTM	9%	7%	+172 bps	10%	-123 bps

Nguồn: VHC, (*) số liệu ước tính bao gồm HS Code 0304, 0303 và 1604 theo TCHQ, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Giá bán trung bình các loại cá tra của VHC (USD/kg)



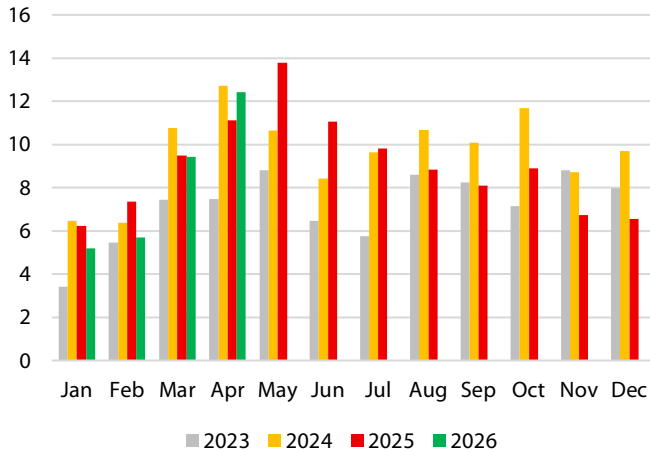
Hình 2: Tổng sản lượng xuất khẩu các loại cá tra của VHC theo quý (nghìn tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải)



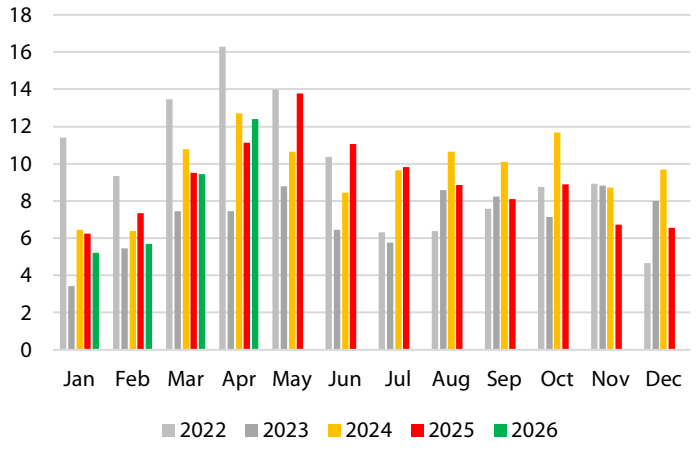
Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giá bán cá tra nguyên vật liệu (nghìn đồng/kg, trái)



Hình 4: Giá thức ăn cá tra (nghìn đồng/kg)



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Bất ổn kinh tế và thuế quan tại Mỹ sẽ dẫn dắt tăng trưởng Q2-FY26

Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ duy trì trong Q2/2026 với doanh thu đạt 3.778 tỷ đồng (+18% YoY) và LNST-CTM ước tính đạt 586 tỷ đồng (+14% YoY). Tăng trưởng doanh thu được dẫn dắt bởi mảng fillet đông lạnh với doanh thu đạt 2.225 tỷ đồng, tăng 22% YoY nhờ sản lượng fillet tăng 10% YoY lên 29 nghìn tấn khi nhu cầu nhập khẩu từ Mỹ tăng mạnh trước lo ngại một số rủi ro sau:

- Rủi ro thuế quan mới theo Điều khoản 122 của Đạo luật Thương mại Mỹ đẩy mạnh xuất khẩu trước tháng 7/2026. Hiện Mỹ đang áp thuế 10% theo Điều khoản 122 và có thể tăng lên 15% từ sau 24/7/2026 nếu Quốc Hội thông qua.
- Chi phí vận chuyển tăng dần do giá dầu neo ở mức cao.
- Nhu cầu nhập khẩu cá biển dự kiến sụt giảm trong ngắn hạn khi giá các loài cá tuyết (Cod) và cá tuyết chấm đen (Haddock) tăng cao sau khi hạn mức đánh bắt bị điều chỉnh giảm. Cụ thể, hạn mức đánh bắt cá Tuyết khu vực biển Barents cho năm 2026 sụt giảm 18% YoY về 285 nghìn tấn. Theo đó, giá các loại cá tuyết và cá tuyết chấm đen lần lượt tăng 12% và 13% YoY trong 3 tháng đầu năm 2026 so với mức giá cá tra giữ nguyên so với cùng kỳ, khiến người tiêu dùng Mỹ chuyển sang các loài cá nuôi giá cạnh tranh hơn như cá tra.

Đối với các mảng còn lại như mảng phụ phẩm, C&G và Sa Giang kỳ vọng tăng trưởng tích cực tương tự như mức tăng trưởng Q1/2026 khi các nước tăng tích trữ trước khi giá cước vận chuyển tăng cao. Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 21% (+100 bps YoY). Tuy nhiên, lợi nhuận từ khoản hoàn nhập 25 tỷ đồng từ khoản lỗ đầu tư chứng khoán sụt giảm dẫn đến biên LNST-CTM tương đương cùng kỳ.

Bảng 2: KQKD Q2/2026 của VHC

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/2026F	+/-YoY	+/-QoQ	Giải định
Doanh thu	3.778	18%	29%	
Cả fillet đông lạnh	2.225	22%	50%	
+Sản lượng (nghìn tấn)	29	10%	60%	Sản lượng cải thiện nhờ nhu cầu tích trữ ở Mỹ trước khi chi phí vận chuyển tăng mạnh theo giá dầu neo cao cũng như lo ngại mức thuế mới theo section 122 và 301 có thể ảnh hưởng lên ngành thủy sản vào tháng 7/2026.
+Giá bán (USD/kg)	2,9	5%	-6%	Giá bán tăng nhẹ YoY nhờ giá cá nguyên liệu và giá thức ăn tăng
Phụ phẩm	494	10%	-5%	Kỳ vọng duy trì tăng trưởng theo sản lượng cá tra
C&G	236	0%	19%	Kỳ vọng nhu cầu C&G ổn định trở lại tại thị trường EU
Sa Giang	205	10%	7%	Kỳ vọng tăng nhẹ nhờ sản lượng cải thiện.
Khác	619	24%	13%	Kỳ vọng tăng trưởng nhờ mảng trái cây Thành Ngọc
Lợi nhuận gộp	787	24%	82%	
Biên gộp	21%	+100 bps	+623 bps	Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ so với cùng kỳ khi giá bán tăng 5% YoY và doanh nghiệp bán hàng tồn kho giá rẻ quý trước cũng như chi phí nuôi cải thiện nhờ chất lượng con giống tốt lên.
Chi phí quản lý và bán hàng	163	14%	15%	Kỳ vọng chi phí bán hàng tăng 18% YoY theo tăng trưởng của doanh thu do chi phí cước vận tải tăng. Trong khi đó, chi phí quản lý doanh nghiệp tăng trưởng tại 10% theo đà tăng sản lượng xuất khẩu
Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu	4%	-18bps	-49bps	Nhờ giá bán tăng trưởng tích cực nên doanh thu có mức độ tăng nhanh hơn chi phí bán hàng &QLDN
EBIT	613	23%	120%	
Thu nhập tài chính	112	0%	52%	Tăng trưởng YoY nhưng tương đương QoQ do tỷ giá USD/VND ước tính tăng 0,5% QoQ
Chi phí tài chính	27	498%	2%	Do công ty không còn khoản hoàn nhập 25 tỷ đồng về lỗ chứng khoán nên chi phí tài chính tăng trở lại
LNTT	719	18%	111%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	17	-31%	-15%	
LNST CDM	586	14%	120%	
Biên LNST CDM	16%	-62bps	+650 bps	Biên ròng sụt giảm nhẹ do khoản lợi nhuận tài chính sụt giảm

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

TRIỂN VỌNG NĂM 2026-2027: ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG NHANH GẶP KHÓ KHĂN

Chúng tôi cho rằng VHC khó tăng trưởng cao đột biến trong 2 năm tới khi bị cạnh tranh mạnh mẽ với cá rô phi trong nước bên cạnh đối thủ Trung Quốc. Thay vào đó, chúng tôi kỳ vọng VHC chuyển sang giai đoạn tăng trưởng chất lượng hơn, với trọng tâm là mở rộng biên lợi nhuận gộp thông qua tối ưu hóa cơ cấu sản phẩm (tăng tỷ trọng fillet và sản phẩm giá trị gia tăng) cũng như kiểm soát chi phí bằng cách cải thiện chất lượng con giống.

Rủi ro lớn nhất của doanh nghiệp vẫn xoay quanh biến động giá bán fillet và khả năng cạnh tranh về giá (*) tại thị trường Mỹ. Việc duy trì đà cải thiện biên gộp và kiểm soát chặt chẽ chi phí BH&QLDN sẽ là yếu tố quyết định để VHC đạt được mục tiêu lợi nhuận đề ra trong giai đoạn 2026-2027.

(*) Bên cạnh mức thuế quan phải chịu theo Điều khoản 122, ngành thủy sản Việt Nam đang đối diện rủi ro bị điều tra theo Điều khoản 301 về riêng ngành thủy sản của USTR. Cụ thể, vào ngày 11/5/2026 nhóm 20 nghị sĩ Mỹ, do ông Troy Carter và Clay Higgins dẫn đầu, đã gửi văn bản yêu cầu Văn phòng Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) mở cuộc điều tra theo Điều khoản 301 của Đạo luật Thương mại năm 1974. Mục tiêu của cuộc điều tra này là nhắm vào các hành vi và chính sách bị coi là cạnh tranh không lành mạnh trong ngành thủy sản quốc tế. Động thái pháp lý này là bước tiếp nối của sắc lệnh "Khôi phục năng lực cạnh tranh ngành thủy sản Mỹ" được Tổng thống Donald Trump ký ban hành vào tháng 4/2025. Sắc lệnh này nhấn mạnh việc rà soát các hoạt động thương mại bất hợp pháp như đánh bắt IUU, sử dụng lao động cưỡng bức, đồng thời thả nổi khả năng áp dụng các chế tài thương mại mạnh mẽ bao gồm Điều khoản 301.

Vào năm 2018, Mỹ đã sử dụng thuế theo Điều 301 lên hàng hóa Trung Quốc, trong đó cá rô phi bị áp thuế 25%. Hiện tại, Việt Nam chưa bị USTR điều tra nhưng với yêu cầu từ Nghị sĩ Mỹ, khả năng cuộc điều tra có thể sẽ diễn ra trong Q3/2026. Hiện tại, Chính phủ Việt Nam đang tích cực làm việc với phía Hoa Kỳ về vấn đề này và chưa có thông tin chính thức về việc tiến hành điều tra. Do vậy, chúng tôi chưa phản ánh thông tin này vào dự phóng KQKD năm 2026 - 27.

Chúng tôi kỳ vọng KQKD 2026-2027 của VHC tăng trưởng ổn định và chất lượng hơn so với năm 2025. Doanh thu thuần dự kiến đạt 12.507 tỷ đồng năm 2026 (+4% YoY) và tăng lên 13.179 tỷ đồng năm 2027 (+5% YoY). LNST-CTM dự kiến đạt 1.526 tỷ đồng năm 2026 (+8% YoY) và 1.753 tỷ đồng năm 2027 (+15% YoY). Biên LNST-CTM lần lượt mở rộng lên 12% năm 2026 và 13% năm 2027.

Bảng 3: Dự phóng Kết quả kinh doanh của VHC giai đoạn 2026-27

Đơn vị: Tỷ đồng	2026F	+/- YoY	2027F	+/- YoY	Diễn giải dự phóng cho 2026/27F
Doanh thu	12.507	4%	13.179	5%	
+Fillet đồng lạnh	6.566	3%	6.891	5%	
- Sản lượng (nghìn tấn)	84	-1%	86	2%	Sản lượng kỳ vọng tăng nhẹ nhờ các thị trường khác trong khi thị trường Mỹ sụt giảm nhẹ thị phần trong năm 2026 trước khi ổn định trở lại từ 2027.
- Giá bán (USD/kg)	2,87	1%	2,93	2%	Giá bán tăng dần trong khoảng 2%/năm theo yếu tố lạm phát toàn cầu thay vì biến động mạnh +/- 15% trở lên như giai đoạn 2018-2024
+Phụ phẩm	2.006	3%	2.105	5%	Kỳ vọng duy trì tăng trưởng theo mảng cá fillet
+C&G	861	10%	927	8%	Tăng trưởng nhờ doanh nghiệp đẩy mạnh bán hàng
+SGC	804	8%	875	9%	Tăng trưởng cao hơn năm 2025 nhờ sự có đóng góp của doanh nghiệp Hoàn Ngọc (HNG Food). Tuy nhiên, doanh nghiệp Hoàn Ngọc phải mất 3 năm mới đóng góp lợi nhuận cho Sa Giang và 8,5 năm mới thu hồi được vốn đầu tư do giai đoạn đầu phải đầu tư thêm máy móc, thiết bị.
+Cá tra GTGT	139	3%	143	3%	Kỳ vọng duy trì tăng trưởng theo mảng cá fillet
+Khác	2.132	3%	2.238	5%	Tăng cao nhờ đóng góp của Thành Ngọc (nông sản IQF).
Doanh thu thuần	12.452	4%	13.121	5%	
Lợi nhuận gộp	2.242	10%	2.505	12%	
Biên gộp	18,0%	+103 bps	19,1%	+109 bps	
- Biên gộp cá tra & Khác	16%	+191 bps	17%	+121 bps	Biên gộp cải thiện theo đà tăng của giá bán bên cạnh việc kiểm soát giá vốn cá tra khoảng 27 nghìn đồng/kg thông qua việc nâng cao chất lượng con giống cũng như trữ bãi đậu nành giá rẻ.
+ Giá bán sau tỷ giá (nghìn VND/kg)	74,9	4%	76,8	3%	
+ Giá vốn cá tra (nghìn VND/kg)	27	2%	27	1%	
- Biên gộp C&G	38%	-200 bps	38%	+0 bps	Biên gộp mảng C&G kỳ vọng duy trì ổn định như các năm và giảm nhẹ năm 2026 do doanh nghiệp giảm giá để đẩy mạnh sản lượng khi tăng công suất lên 7.000 tấn/năm từ mức 5.000 tấn.
- Biên gộp SGC	27%	-310 bps	26%	-33 bps	Biên gộp giảm nhẹ do sự ảnh hưởng của công ty mới Hoàn Ngọc khi doanh nghiệp đẩy mạnh chiến lược chiếm thị phần và hy sinh bớt lợi nhuận trong giai đoạn đầu.
Chi phí BH&QLDN	598	6%	656	10%	
Tỷ lệ BH&QLDN/doanh thu	4,8%	+10 bps	5,0%	+20 bps	Doanh nghiệp cần đẩy mạnh chi phí quảng cáo, khuyến mãi khi tình hình cạnh tranh khốc liệt tại thị trường Mỹ.
EBITDA	2.062	7%	2.298	11%	
Thu nhập tài chính	391	55%	411	5%	Tăng trưởng nhờ khoản lãi từ chênh lệch tỷ giá với ước tính tỷ giá tăng 3% YoY. Bên cạnh đó, lợi nhuận tài chính cải thiện nhờ khoản tiền mặt tăng dần do doanh nghiệp chưa có dự định đi vay và tỷ lệ đòn bẩy (tài sản/vốn chủ sở hữu) duy trì ở 1 lần.
LNTT	1.904	9%	2.130	12%	
LNST CTM	1.526	8%	1.753	15%	
Biên LNST CTM	12%	+45 bps	13%	+110 bps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Dự phóng sản lượng và thị phần của VHC giai đoạn 2026-27

Mục lục	Thị trường	2024	2025	2026F	2027F	Tăng trưởng		
						2025	2026F	2027F
Tổng sản lượng VHC xuất khẩu (nghìn tấn)		98	86	84	86	-13,1%	-1,2%	2,3%
	US	52,0	45,6	44,1	44,8	-12,3%	-3,3%	1,5%
Sản lượng vào các thị trường (nghìn tấn)	EU	10,4	12,0	12,2	12,3	15,4%	1,6%	0,6%
	TQ	14,9	8,1	8,1	8,2	-45,6%	0,5%	0,5%

	Khác	21,1	19,8	20,0	21,2	-6,3%	1,2%	5,9%
	US	44,9	42,2	40,2	40,2	-266 bps	-200 bps	+0 bps
Thị phần sản lượng fillet của VHC/tổng cá tra xuất khẩu (%)	EU	12,0	14,1	14,2	14,3	+217 bps	+10 bps	+10 bps
	TQ	5,3	2,9	2,9	2,9	-235 bps	+0 bps	+0 bps
	Khác	5	4	4	4	+82 bps	+20 bps	+20 bps

Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

Xét về năng lực quản trị vốn lưu động

Sau năm 2023 tăng mạnh bất thường, chu kỳ tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC) của VHC đã nhanh chóng giảm về mức 150 ngày trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng CCC sẽ tiếp tục giảm về mức 144 – 145 ngày trong năm 2026 – 2027, trong đó:

- Số ngày tồn kho dự kiến ổn định ở mức 100 ngày, sau năm 2023 tăng đột biến (do doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc bán hàng trong năm 2023 sau khi Mỹ nhập khẩu số lượng lớn năm 2022 và chưa tiêu thụ được hết trong giai đoạn đầu 2023).
- Số ngày phải thu giảm do Công ty có sự thay đổi thị trường xuất khẩu qua các năm. Thị trường Mỹ thường có điều khoản thanh toán dài hơn thị trường Trung Quốc do thời gian vận chuyển lâu hơn. Do vậy, năm 2022 và 2024, do tỷ trọng xuất khẩu qua Mỹ cao (khoảng 63% sản lượng), số ngày phải thu hai năm này ở mức cao. Trong khi năm 2023 thấp do doanh nghiệp đẩy mạnh xuất khẩu qua Trung Quốc, tỷ trọng sản lượng Trung Quốc tăng từ 8% lên 14% và Mỹ giảm từ 63% về 53%.

Tổng thể, việc rút ngắn đáng kể kỳ luân chuyển tiền mặt cho thấy VHC đã kiểm soát tốt hơn dòng tiền hoạt động, giảm nhu cầu vốn lưu động và cải thiện sức khỏe tài chính. Tuy nhiên, mức kỳ luân chuyển tiền mặt hiện vẫn còn ở mức tương đối cao so với giai đoạn 2015-2019 khi kỳ luân chuyển khoảng 110 đến 130 ngày. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng Công ty cần tiếp tục tập trung cải thiện chính sách tín dụng khách hàng và tối ưu hóa chuỗi cung ứng để rút ngắn thêm chu kỳ tiền mặt, từ đó nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

Bảng 5: Phân tích vốn lưu động

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Số ngày phải thu	64	57	64	60	60	58
Số ngày tồn kho	100	161	100	102	100	101
Số ngày phải trả	16	13	9	12	15	15
Kỳ lưu chuyển tiền mặt	149	205	155	150	145	144

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hiệu suất sinh lời tăng nhanh từ đáy 2023 nhờ thay đổi chiến lược bán hàng

Sau năm 2023 tạo đáy ở mức 7,8%, chúng tôi kỳ vọng chỉ số ROE của doanh nghiệp sẽ tiếp diễn xu hướng phục hồi lên mức trên 12% vào năm 2027, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận ròng mở rộng. Cụ thể:

- Biên lợi nhuận ròng cải thiện theo đà tăng biên gộp khi (1) giá bán cá tra ước tính tăng dần theo ảnh hưởng của tỷ giá trong khi chi phí giá cá tra đầu vào tăng chậm hơn, và (2) doanh nghiệp sẽ tiếp tục chuyển đổi cơ cấu doanh thu với tỷ trọng đóng góp cao hơn của các sản phẩm có giá trị gia tăng cao.
- Vòng quay tài sản ổn định ở mức 0,9-1 lần cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản thấp so với giai đoạn 2015-2018 khi hệ số này duy trì ở khoảng 1,6 lần.
- Đòn bẩy tài chính được duy trì ổn định với tổng nợ bằng 1,3-1,4 lần vốn chủ sở hữu trong 5 năm qua.

Bảng 6: Phân tích DUPONT cho hiệu suất sinh lời của VHC

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
ROE	19,4%	7,8%	10,2%	11,1%	11,1%	12,2%
Trong đó:						
Biên LN ròng	14,9%	9,2%	9,8%	11,8%	12,3%	13,4%
Vòng quay tài sản	1,30	0,85	1,04	0,94	0,90	0,92
Đòn bẩy tài chính	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3
Biên gộp	22%	15%	15%	17%	18%	19%
Giá bán cá tra VND	73.711	68.787	72.045	74.877	76.766	78.574
Giá cá tra đầu vào	33.039	31.164	26.606	26.771	27.194	27.394

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ

So với báo cáo [ngành thủy sản](#) cập nhật vào ngày 27/03/2026, doanh thu và LNST năm 2026-2027 không có nhiều thay đổi trọng yếu trên 5% sau khi chúng tôi cập nhật lại kết quả kinh doanh năm 2025 theo số kiểm toán. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm hệ số lãi suất phi rủi ro từ 5% về 4,3% theo lãi suất trái phiếu Chính phủ 5 năm. Từ đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF và PE tăng lên **73.300 đồng/cp** từ mức 72.500 đồng/cp, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 10,7x và 9,3x. Kết hợp với mức cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/cổ phiếu, tổng mức sinh lời kỳ vọng là 21%, chúng tôi duy trì khuyến nghị lên **MUA** đối với VHC.

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,3%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	15.357
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,2%	+ Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá	4.434
Lãi suất phi rủi ro	4,3%	- Nợ	-2.061
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	17.730
Beta	1	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	224,45
Exit EV/EBITDA	5	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	78.991

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của VHC trên mỗi Cổ phiếu theo phương pháp FCFF (đồng/cổ phiếu)

WACC	Exit EV/EBITDA					
		3,0	4,0	5,0	6,0	7,0
9%		69.170	78.244	87.317	96.391	105.464
11%		65.422	73.753	82.085	90.416	98.747
13%		63.202	71.096	78.991	86.885	94.780
15%		58.894	65.950	73.005	80.061	87.116
17%		56.047	62.554	69.061	75.568	82.075

Nguồn: CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ BẰNG PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH (P/E)
Bảng chỉ số tài chính của các Công ty cùng ngành với VHC

Công ty	PE trượt 2025 (x)	PB trượt 2025 (x)	EVEBITDA trượt 2025 (x)	Doanh thu thuần 2025 (triệu đô)	Vốn hóa (triệu USD)
THAI UNION (Thái Lan)	10,7	1,2	11,1	4.040	1.571
High Liner Foods (CANADA)	2,9	0,8	5,2		310
Nissui Corp (JAPAN)	13,8	1,3	9,9	5.817	2.286
CAMANCHA (CHILE)	8,6	1,0	4,2	854	359
ANV VN	6,8	1,9	6,0	267	260
IDI VN	14,4	0,5	10,8	267	71
Trung bình ngành thủy sản	9,5	1,1	7,9	2.249	809
Trung vị ngành thủy sản	9,6	1,1	7,9	854	334
VHC VN	8,9	1,3	5,5	462	479

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Đối với phương pháp định giá ngắn hạn, chúng tôi giữ nguyên các hệ số P/E mục tiêu cho các mảng kinh doanh của VHC với cá tra/ C&G/ Sa Giang lần lượt là 13/ 13/ 8 lần như [báo cáo lần đầu](#) vào ngày tháng 11/2024, tương đương P/E trung bình của các mảng là 10 lần.

Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của VHC trên mỗi cổ phiếu theo P/E (đồng/cổ phiếu)

EPS	P/E						
			8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
2026F	6.798		54.121	60.919	67.717	74.515	81.312
2027F	7.808		62.166	69.974	77.782	85.590	93.398

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Phương pháp	P/E mục tiêu	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
- SoTP (tương đương P/E trung bình)	10,0	67.717	50%	33.800
+ SGC	13,0	8.907		
+ C&G	13,0	12.423		
+ Cá tra & khác	8,0	46.387		
-5Y DCF (WACC: 12,4%; EV/EBITDA: 5x)		78.991	50%	39.500
Giá mục tiêu				73.300
Cổ tức tiền mặt trong 1 năm tới				2.000
P/E mục tiêu				10,8

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Phụ lục
Bảng 7: Kết quả kinh doanh Q1-2026

(Tỷ đồng)	Q1/2026	Q4/2025	+/- (qoq)	Q1/2025	+/- (yoy)
Doanh thu	2.955	2.710	9%	2.648	12%
Lợi nhuận gộp	431	486	-11%	337	28%
Chi phí bán hàng và quản lý	141	152	-7%	123	15%
EBITDA	410	454	-10%	299	37%
EBIT	279	321	-13%	174	60%
Doanh thu tài chính	74	42	74%	90	-18%
Chi phí tài chính	16	12	33%	17	-9%
Khấu hao	130	133	-2%	125	4%
Thu nhập khác	3,53	(2,35)	-251%	7	-48%
Lợi nhuận trước thuế	341	350	-3%	254	34%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	266	277	-4%	193	38%

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Phân tích HĐKD Q1-2026

Chỉ tiêu	Q1/2026	Q4/2025	+/- (qoq)	Q1/2024	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	15%	18%	-333 bps	13%	+519 bps
EBITDA/Doanh thu	14%	17%	-289 bps	11%	+544 bps
EBIT/Doanh thu	9%	12%	-238 bps	7%	+524 bps
TS lợi nhuận ròng	9%	10%	-123 bps	7%	+295 bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
- Ngày phải thu	101	112	(10)	117	(16)
- Ngày tồn kho	70	70	0	72	(2)
- Ngày phải trả	14	14	(0)	17	(4)
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	25%	25%	-19 bps	28%	-313 bps

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

KQ HĐKD	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	Bảng CĐKT	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	12.535	12.021	12.452	13.121	Tiền	570	2.008	2.080	2.192
Giá vốn	10.644	9.981	10.210	10.616	Đầu tư ngắn hạn	2.340	2.377	2.463	2.595
Lãi gộp	1.891	2.040	2.242	2.505	Khoản phải thu	2.207	1.985	2.047	2.085
Chi phí bán hàng & QLDN	639	565	598	656	Hàng tồn kho	2.911	2.785	2.797	2.938
Thu nhập từ HĐTC	428	361	391	411	Tài sản ngắn hạn khác	213	167	173	182
Chi phí tài chính	73	54	73	67	Tài sản cố định hữu hình	3.530	3.646	3.540	3.537
Lợi nhuận khác	67	50	31	31	Tài sản cố định vô hình	471	593	568	539
Lợi nhuận trước thuế	1.494	1.744	1.904	2.130	Đầu tư dài hạn	69	56	56	56
Thuế TNDN	186	243	265	296	Tài sản dài hạn khác	4.008	4.086	4.562	4.551
Lợi ích cổ đông thiểu số	77	89	113	81	Tổng tài sản	12.249	13.408	14.121	14.543
Lợi nhuận sau thuế	1.234	1.418	1.526	1.753	Khoản phải trả	272	328	420	436
EBIT	1.104	1.420	1.589	1.791	Vay và nợ ngắn hạn	3.193	3.311	3.370	3.243
EBITDA	1.583	1.931	2.062	2.298	Vay và nợ dài hạn	54	52	36	43
				%	Tổng nợ	3.247	3.363	3.406	3.286
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	Vốn đầu tư của CSH	2.245	2.245	2.245	2.245
Tăng trưởng (%)					Lợi nhuận giữ lại	6.175	7.103	7.636	8.162
Doanh thu	25%	-4%	4%	5%	Quý đầu tư và phát triển	582	697	722	656
EBITDA	23%	22%	7%	11%	Tổng vốn	12.249	13.408	14.121	14.543
Lợi nhuận sau thuế	34%	15%	8%	15%	Chỉ số định giá	2023A	2024A	2025F	2026F
Tổng tài sản	0%	0%	0%	0%	EPS (đồng)	5.496	6.319	6.798	7.808
Vốn chủ sở hữu	0%	0%	0%	0%	P/E (x)	14,8	11,0	10,7	9,3
Khả năng sinh lợi (%)					BV (đồng)	40.106	44.753	47.239	49.286
LN gộp/Doanh thu	15%	17%	18%	19%	P/B (x)	1,6	1,6	1,5	1,5
EBITDA/Doanh thu	13%	16%	17%	18%	DPS (đồng/cp)	2.000	2.000	2.000	2.000
EBIT/Doanh thu	9%	12%	13%	14%	Tỷ suất cổ tức (%)	3,8%	3,5%	2,9%	3,6%
LNST CTM/Doanh thu	10%	12%	12%	13%	MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân	
ROA	10%	11%	11%	12%	SoTP (P/E)	67.717	50%	33.800	
ROE	10%	11%	11%	12%	DCF	77.364	50%	39.500	
Hiệu quả hoạt động				(ngày)	Giá mục tiêu (đồng)		100%	73.300	
Ngày phải thu	64	60	60	58	LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN	
Ngày tồn kho	100	102	100	101	Tháng 9/2024	72.500	TÍCH LŨY	Dài hạn	
Ngày phải trả	9	12	15	15	Tháng 11/2025	73.300	MUA	Dài hạn	
Khả năng thanh toán				(lần)	Tháng 6/2026	73.300	MUA	Dài hạn	
Hiện hành	2,6	2,8	2,8	3,1					
Nhanh	1,6	1,9	2,0	2,1					
Cấu trúc tài chính (%)									
Tổng Nợ / VCSH	27%	25%	24%	23%					
Tổng Vay/Tài sản	19%	15%	15%	13%					
Tồn Vay/VCSH	25%	20%	20%	17%					

BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

THÔNG TIN LIÊN HỆ
Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
 🌐 www.vdsc.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
 02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
 ☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
 TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
 ☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
 95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
 ☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
 P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
 P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
 P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
 TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
 GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**