

CTCP VĨNH HOÀN – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

Giá mục tiêu: 66,000

Upside: +5%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

- Trong 2026, BSC cho rằng VHC sẽ ghi nhận mức tăng trưởng chậm +8% dựa trên quan điểm (1) sản lượng chưa có sự cải thiện rõ rệt trong 1H.2026 do nhu cầu chưa có sự hồi phục rõ rệt (2) đối với triển vọng về giá xuất khẩu, chúng tôi cho rằng sẽ ghi nhận tăng nhẹ +3% yoy do áp lực giảm giá hiện tại là thấp khi lượng tồn thấp tại khu vực.
- Ngoài ra, chúng tôi duy trì khuyến nghị THEO DÕI đối với VHC dựa trên quan điểm định giá P/E FW = 9.4 đã ở mức tiệm cận trung bình 5 năm và chu kỳ cá tra đi lên = 10 lần trong khi KQKD năm 2026 dự báo ghi nhận tăng trưởng chậm (chi tiết NĐT tham khảo trong Slide 3). Mức giá mục tiêu thay đổi do thay đổi năm định giá cơ sở từ 2025 sang 2026.
- Tuy nhiên, chúng tôi sẽ xem xét thay đổi khuyến nghị nếu sản lượng xuất khẩu của VHC tốt hơn kỳ vọng, đặc biệt, khi các đối thủ cạnh tranh chính với VHC đang phải chịu mức thuế CBPG cao từ 0.07 – 0.29 USD/kg theo kỳ POR gần nhất.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q4.2025: VHC ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt 2,715 tỷ đồng (-15% yoy) và 222 tỷ đồng (-48% yoy).

- DTT -15% yoy do mảng cá tra = 1,464 tỷ đồng (-21% yoy) trong bối cảnh nhu cầu tại thị trường Mỹ chưa hồi phục dẫn đến (1) sản lượng xuất khẩu = 18.74 nghìn tấn (-31.1% yoy) (2) giá xuất khẩu = 3.08 nghìn USD (+10% yoy). Tuy nhiên, tăng trưởng tích cực tại mảng C&G = 173 tỷ đồng (+22% yoy) và
- LNST-CĐTS giảm mạnh -48% yoy do biên lợi nhuận gộp = 15.8% thu hẹp 2.2% so với cùng kỳ khi mảng cá tra suy giảm mạnh và thu nhập tài chính = 46 tỷ đồng (-69% yoy) khi ghi nhận lãi tỷ giá giảm svck.

BSC đánh giá: KQKD của VHC là phù hợp với quan điểm và dự phóng của BSC trong báo cáo gần nhất khi lũy kế KQKD 2025 hoàn thành lần lượt 100%/101% dự phóng của chúng tôi.

Cập nhật khác: T1.2026, VHC ghi nhận sản lượng xuất khẩu = 4.5 nghìn tấn (-16% yoy, hoàn thành 5% dự phóng của BSC), giá xuất khẩu bình quân = 3.01 nghìn USD/tấn (+10% yoy).

KQKD	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	13,231	10,039	12,535	12,026	12,795
Lợi nhuận gộp	2,976	1,445	1,891	1,983	2,187
LNST-CĐTS	1,975	897	1,234	1,363	1,468
EPS	8,800	3,994	5,496	6,073	6,542

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/03/2026 – HSX: VHC

Trung tâm phân tích Chứng khoán BIDV

Trần Lâm Tùng

(Chuyên viên phân tích)

Tungtl@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	62,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	224
Vốn hoá (Tỷ VND):	14.095
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.812
Sở hữu nước ngoài:	23%

PHỤ LỤC: BẢNG TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH

VHC_Tỷ VNĐ	Q4.2024	Q4.2025	% YoY	2024	2025	% YoY
Doanh thu thuần	3,206	2,715	-15%	12,535	12,027	-4%
Cá tra	1,850	1,464	-21%	6,949	6,363	-8%
Phụ phẩm	505	480	-5%	1,850	1,953	6%
Collagen & Gellatin	142	173	22%	773	780	1%
Khác	706	816	16%	2,915	2,935	1%
Lãi gộp	18.0%	15.8%	-2.2%	15.1%	16.4%	1%
Thu nhập tài chính	148	46	-69%	428	387	-10%
Chi phí tài chính	(50)	(24)	-52%	(222)	(130)	-41%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(17)	(12)	-31%	(73)	(54)	-26%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	1	(4)		2	-	-100%
Chi phí bán hàng	(64)	(66)	3%	(293)	(254)	-13%
CP QLDN	(138)	(89)	-36%	(346)	(315)	-9%
Lãi từ HĐKD	474	293	-38%	1,461	1,660	14%
Thu nhập khác, ròng	(11)	(7)	-40%	(32)	13	-140%
LNTT	481	286	-40%	1,496	1,673	12%
Thuế TNDN	(40)	(43)	7%	(186)	(244)	32%
LNST	441	245	-44%	1,311	1,434	9%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	15	23	50%	77	87	13%
LNST-CĐTS	425	222	-48%	1,234	1,347	9%
Biên lợi nhuận ròng	14%	9%	-5%	10%	12%	1%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/03/2026 – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

Giá mục tiêu: 66,000

Upside: +5%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 62,800

Cổ phiếu LH (Triệu): 224

Vốn hoá (Tỷ VNĐ): 14.095

Thanh khoản 30n (Triệu): 0.812

Sở hữu nước ngoài: 23%

TRIỂN VỌNG 2026

BSC cho rằng sản lượng xuất khẩu của VHC sẽ ghi nhận giảm so với cùng kỳ trong 1H.2026 và dần hồi phục trở lại trong nửa sau của năm khi nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Mỹ vẫn còn tương đối yếu cùng với mức nền cao của giai đoạn Front-Loading của 1H.2025, cụ thể:

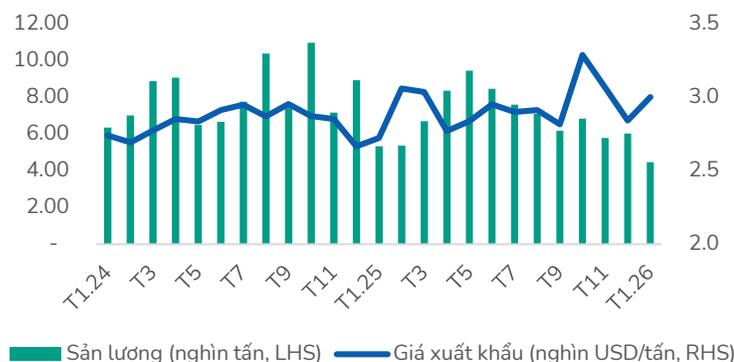
1. Xuất khẩu cá tra của VHC chưa cho tín hiệu hồi phục trong giai đoạn đầu năm 2026:

- Doanh số xuất khẩu T1.2026 = 13.53 triệu USD (-7% yoy), trong đó, sản lượng = 4.57 nghìn tấn (-16% yoy), giá xuất khẩu = 3.01 nghìn USD/tấn (+10% yoy), mức giảm tập trung chính ở thị trường Mỹ = 4.98 triệu USD (-21% yoy; chúng tôi lưu ý mức nền của T1.2025 là tương đối thấp do trùng với kỳ nghỉ tết nguyên đán) đã phần nào phản ánh nhu cầu vẫn còn yếu tại thị trường xuất khẩu chính của VHC.
- BSC cho rằng triển vọng sản lượng xuất khẩu của VHC khó cải thiện ngay trong 1H.2026** do (1) theo quan sát của chúng tôi, lượng thu mua cá nguyên liệu của VHC tại các ao ngoài vẫn đang duy trì xu hướng giảm phản ánh lượng đơn hàng không quá dồi dào trong ít nhất 2 tháng tới (2) tuy nhiên, áp lực cạnh tranh có xu hướng giảm trong 2026 khi VHC tiếp tục được hưởng mức thuế CBPG 0% trong khi các đối thủ cạnh tranh chính hầu hết phải chịu mức thuế từ 0.07 – 0.29 USD/kg (chi tiết bảng bên dưới) sẽ đảm bảo cho sản lượng của VHC không quá hụt so với cùng kỳ.
- Đối với triển vọng về giá xuất khẩu, BSC kỳ vọng giá xuất khẩu bình quân của VHC sẽ tiếp tục neo tại vùng giá hiện tại 3.018 nghìn USD/tấn (+3% yoy) do áp lực giảm giá thấp khi lượng tồn kho trong nước vẫn đang duy trì mức thấp.

Như vậy, năm 2026, BSC dự phóng VHC ghi nhận sản lượng xuất khẩu = 85.979 nghìn tấn (+3% yoy) trong đó thị trường Mỹ = 46.168 nghìn tấn (+3% yoy), thị trường khác (Brazil, EU,...) = 33.823 nghìn tấn (+3% yoy). Giá xuất khẩu bình quân = 3.018 nghìn USD/tấn (+3% yoy).

2. Đối với dự phóng giá nguyên vật liệu đầu vào, chúng tôi rằng sẽ đi ngang trong 2026 khi (1) giá bột đậu nành vẫn đang neo ở mức thấp (2) vụ mùa tại các quốc gia sản xuất chính dự báo thuận lợi trong 2026.

Hình 1: Sản lượng và giá cá tra xuất khẩu VHC (tấn, nghìn USD/tấn)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 2: Mức thuế CBPG phải chịu trong kỳ POR 21 (USD/kg)

Thuế CBPG (kỳ POR 21)	
VHC	0.00
ANV	0.23
NTSF	0.07
CASEAMEX	0.23
Các công ty khác	2.39

Nguồn: DOC

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/03/2026 – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ:	THEO DÕI
Giá mục tiêu:	66,000
Upside:	+5%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	62,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	224
Vốn hoá (Tỷ VND):	14.095
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.812
Sở hữu nước ngoài:	23%

DỰ PHÓNG CỦA BSC

Năm 2026, BSC dự phóng VHC ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt **12,795 tỷ đồng (+6.3% yoy)** và **1,468 tỷ đồng (+8% yoy)**, tương đương EPS FW 2026 = 6,542 VNĐ/CP, PE FW 2026 = 9.4 lần, dựa trên các giả định chính sau:

1. Sản lượng cá tra xuất khẩu = 85.979 nghìn tấn (+3% yoy), Giá xuất khẩu = 3.018 nghìn USD/tấn (+3% yoy)
2. Mảng phụ phẩm = 2,051 tỷ đồng (+5% yoy), Mảng C&G = 819 tỷ đồng (+5% yoy), Khác = 3,082 tỷ đồng (+5% yoy).
3. Biên lợi nhuận gộp = 17.1% cải thiện 0.6% so với cùng kỳ nhờ (1) giá xuất khẩu +3% yoy (2) giá TACN đi ngang.
4. Tỷ lệ SG&A/DTT = 4.7% đi ngang so với cùng kỳ.

Bảng tóm tắt giả định của BSC

	2023	2024	2025	2026	%yoy
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	75,770	97,570	83,650	85,979	2.8%
Mỹ	39,731	52,128	44,804	46,148	3.0%
Trung Quốc	11,326	14,929	6,008	6,008	0.0%
Khác (EU, Brazil,..)	24,720	30,512	32,838	33,823	3.0%
Giá xuất khẩu (USD)	3,125	2,836	2,934	3,018	2.9%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/03/2026 – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ:	THEO DÕI
Giá mục tiêu:	66,000
Upside:	+5%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ):	62,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	224
Vốn hoá (Tỷ VNĐ):	14.095
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.812
Sở hữu nước ngoài:	23%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

So với báo cáo trước đó, **BSC duy trì khuyến nghị THEO DÕI** đối với VHC với giá mục tiêu bằng 66,000 VNĐ/CP (+5% so với giá ngày 03/03/2026, +10% so với giá mục tiêu cũ) dựa trên quan điểm sau:

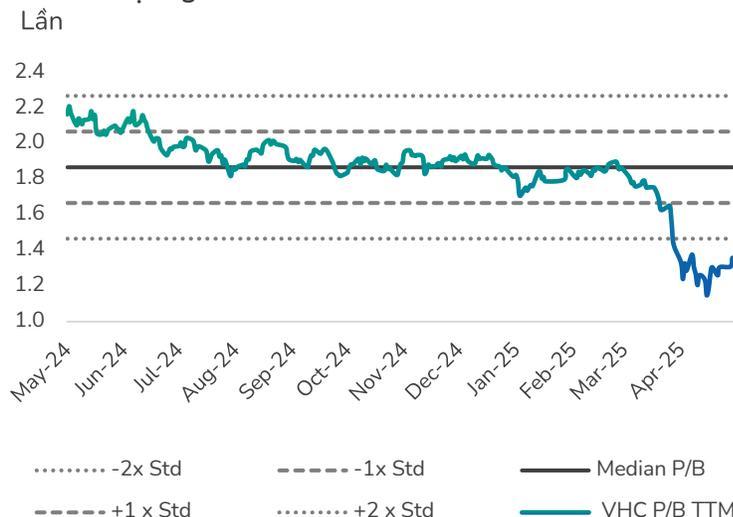
- VHC đang được giao dịch ở mức PE FW 2026 = 9.4 lần tiệm cận so với trung bình 5 năm và chu kỳ của một giai đoạn cá tra đi lên = 10 lần trong khi KQKD dự báo ghi nhận tăng trưởng chậm +8% yoy trong bối cảnh nhu cầu chưa thực sự hồi phục tại thị trường xuất khẩu chính.
- Tuy nhiên, chúng tôi sẽ xem xét thay đổi khuyến nghị nếu sản lượng xuất khẩu của VHC tốt hơn kỳ vọng, đặc biệt, khi các đối thủ cạnh tranh chính với VHC đang phải chịu mức thuế CBPG cao từ 0.07 – 0.29 USD/kg theo kỳ POR gần nhất.
- Giá mục tiêu thay đổi so với báo cáo trước đó chủ yếu do thay đổi năm định giá cơ sở từ 2025 sang 2026.

Hình 1: Định giá P/E



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: Định giá P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/03/2026 – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ:	THEO DÕI
Giá mục tiêu:	66,000
Upside:	+5%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ):	62,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	224
Vốn hoá (Tỷ VNĐ):	14.095
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.812
Sở hữu nước ngoài:	23%

PHỤ LỤC: DỰ PHÒNG CỦA BSC

KQKD(Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	13,231	10,039	12,535	12,026	12,795
Giá vốn hàng bán	(10,255)	(8,594)	(10,644)	(10,043)	(10,607)
Lợi nhuận gộp	2,976	1,445	1,891	1,983	2,187
Thu nhập tài chính	434	371	428	364	368
Chi phí tài chính	(370)	(222)	(222)	(107)	(141)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(97)	(133)	(73)	(54)	(62)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	0	1	2	-	-
Chi phí BH	(349)	(217)	(293)	(252)	(268)
Chi phí QLDN	(372)	(300)	(346)	(316)	(336)
Lãi từ HĐKD	2,319	1,077	1,461	1,673	1,810
Thu nhập khác, ròng	4	(19)	(32)	13	13
LNTT	2,323	1,108	1,496	1,686	1,823
Thuế TNDN	(310)	(158)	(186)	(240)	(260)
LNST	2,013	950	1,311	1,451	1,563
Lợi ích CĐKKS	38	53	77	88	95
LNST Công ty mẹ	1,975	897	1,234	1,363	1,468
EPS	8,800	3,994	5,496	6,073	6,542

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/03/2026 – HSX: VHC

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

Giá mục tiêu: 66,000

Upside: +5%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 62,800

Cổ phiếu LH (Triệu): 224

Vốn hoá (Tỷ VND): 14.095

Thanh khoản 30n (Triệu): 0.812

Sở hữu nước ngoài: 23%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ví mô – Thị Trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

