Vietcap

Mở tài khoản

Cập nhật

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

KHẢ QUAN +13,9%

Ngành	**Nông nghiệp**
Ngày báo cáo	**30/07/2026**
Giá hiện tại	54.100 VND
Giá mục tiêu	**58.600 VND**
Giá mục tiêu gần nhất	71.600 VND
TL tăng	+8,3%
Lợi suất cổ tức	5,5%
Tổng mức sinh lời	**+13,9%**

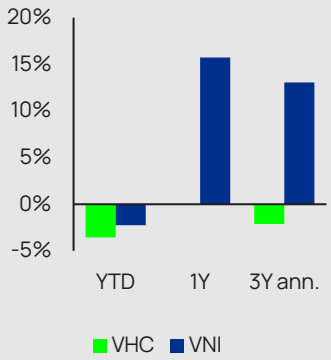
GT vốn hóa	11,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	9,2 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	10,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,00%
SL cổ phiếu lưu hành	209,5 tr
Pha loãng	209,5 tr

	VHC	VNI
P/E (trượt)	8,3x	14,0x
P/B (ht)	1,2x	1,9x
ROE	15,5%	15,1%
ROA	11,1%	2,3%

Tổng quan Công ty

CTCP Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới, với mô hình kinh doanh tích hợp bao gồm nuôi trồng thủy sản, chế biến, collagen & gelatin (C&G) và các sản phẩm giá trị gia tăng. Các thị trường xuất khẩu chính của công ty bao gồm Mỹ và EU. Trong năm 2025, các sản phẩm của VHC chiếm khoảng 41% lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thảo Nguyên
Chuyên viên

Bùi Nguyên Cẩm Giang
Trưởng phòng Cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	12.021	13.161	13.820	14.514
% YoY	-3,9%	9,5%	5,0%	5,0%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.418	1.420	1.549	1.667
% YoY	15,7%	0,1%	9,1%	7,6%
EPS % YoY	15,7%	7,3%	9,1%	7,6%
Biên LN gộp	17,0%	15,5%	16,0%	16,3%
Biên LN từ HĐKD	12,3%	11,1%	11,4%	11,8%
Biên EBITDA	16,3%	15,5%	16,1%	16,6%
Biên LN ròng	11,8%	10,8%	11,2%	11,5%
Giá CP/Dòng tiền hoạt động	4,7x	33,9x	5,3x	5,1x
EV/EBITDA	6,1x	5,9x	5,4x	5,0x
P/E	8,7x	8,4x	7,5x	6,9x
P/B	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
ROE	15,5%	14,9%	15,7%	15,4%

Lợi thế cạnh tranh được củng cố trong bối cảnh khó khăn của ngành

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị cho CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) từ MUA xuống KHẢ QUAN, đồng thời giảm 18% giá mục tiêu xuống 58.600 đồng/cổ phiếu, phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Chúng tôi cũng tăng WACC được sử dụng trong phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền bằng cách nâng giả định lãi suất phi rủi ro. Tác động này được bù đắp một phần nhờ việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2027.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm trong giai đoạn 2026-30 lần lượt 20%/27%/20%/31%/32%. Mặc dù vậy, các dự báo mới của chúng tôi vẫn cho thấy CAGR LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi đạt 8%, nhờ sản lượng mảng phile đông lạnh tăng trưởng 7% trong giai đoạn 2026–30, được hỗ trợ bởi nhu cầu duy trì tích cực tại thị trường Mỹ và EU nhờ lợi thế về giá của cá tra so với các loại cá thịt trắng khác. Ngoài ra, giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E dự phóng các năm 2026/27 ở mức hợp lý là 9,1 lần/8,1 lần.
- Tại mức giá hiện tại, VHC đang giao dịch ở mức P/E trượt là 8,3 lần, tương ứng mức chiết khấu 22% so với P/E trượt trung bình 5 năm là 10,7 lần. Chúng tôi cũng dự phóng cổ tức bằng tiền mặt cho năm tài chính 2026 đạt 3.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 5,5%), tăng so với mức lịch sử là 2.000 đồng/cổ phiếu. Bên cạnh đó, VHC đã hoàn tất đợt mua lại 15 triệu cổ phiếu, giảm 6,7% số lượng cổ phiếu đang lưu hành từ 224,5 triệu xuống 209,5 triệu cổ phiếu, qua đó hỗ trợ thêm cho tăng trưởng EPS.
- Theo kết quả rà soát sơ bộ POR 21 của Bộ Thương mại Mỹ (DOC), các đối thủ cạnh tranh chính của VHC đã bị áp trở lại thuế chống bán phá giá (0,07–0,29 USD/kg đối với các công ty có thuế suất riêng lẻ; 2,39 USD/kg đối với toàn Việt Nam) so với mức 0% trong kỳ POR 20. Trong khi đó, VHC tiếp tục không chịu thuế chống bán phá giá sau khi được DOC bãi bỏ lệnh áp thuế vào năm 2025, qua đó củng cố thêm lợi thế cạnh tranh của công ty tại thị trường Mỹ.
- **Rủi ro:** Giá bán trung bình và nhu cầu tiêu thụ cá tra toàn cầu thấp hơn dự kiến.

Tăng trưởng nhờ lợi thế cạnh tranh vững chắc bất chấp các yếu tố bất lợi từ bên ngoài. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan tăng 10,1% YoY trong năm 2026, được hỗ trợ bởi kết quả sơ bộ thuận lợi của POR 21 đối với VHC. Tuy nhiên, dự báo này vẫn thấp hơn 12% so với dự báo trước đó của chúng tôi, phản ánh những gián đoạn logistics phát sinh từ các xung đột địa chính trị đang diễn ra. Cước phí vận tải trong 6T 2026 cao hơn 23% so với mức trung bình năm 2025 (dựa trên Chỉ số Cước vận chuyển Hàng hải Container Thượng Hải), trong khi tình trạng thiếu hụt container gia tăng do các hãng tàu điều chuyển công suất sang Trung Quốc. Các thị trường đường dài tiếp tục chịu áp lực, khi sản lượng xuất khẩu toàn ngành của Việt Nam sang Mỹ và EU trong 6T 2026 lần lượt giảm 28% YoY và 13% YoY. Tuy nhiên, VHC vẫn đạt kết quả vượt trội so với toàn ngành, với doanh số tại Mỹ và EU trong 6T 2026 tăng lần lượt 20% YoY và 5% YoY. Dù các khó khăn liên quan đến logistics nhiều khả năng sẽ kéo dài trong nửa cuối năm 2026, việc giảm bớt các bất định sau thông báo về Mục 301 và nhu cầu duy trì tích cực trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung cá thịt trắng sẽ tiếp tục hỗ trợ cho các thị trường chiến lược của VHC.

Tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn chịu ảnh hưởng bởi mức nền cao của năm 2025 cùng với sự thu hẹp của biên lợi nhuận. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 đi ngang so với cùng kỳ, chủ yếu do mức nền cao được tạo ra từ các khoản hoàn nhập dự phòng đáng kể trong năm 2025, cùng với việc biên lợi nhuận gộp mảng phile đông lạnh giảm 0,8 điểm %, do (1) ASP hạ nhiệt khi giá cá nguyên liệu giảm và (2) chi phí thức ăn chăn nuôi duy trì ở mức cao do giá bột cá tăng cùng tác động kéo dài của hiện tượng El Nino. Nếu loại trừ các khoản hoàn nhập đáng kể trị giá 66 tỷ đồng trong năm 2025 (khoảng 53 tỷ đồng sau thuế), chúng tôi ước tính LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi tăng 4% YoY.

Dự báo năm 2026: Lợi nhuận đi ngang do mức nền cao của năm 2025 cùng với chi phí thức ăn chăn nuôi tăng mạnh

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 mới	YoY	So với dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap về dự báo 2026 mới
Doanh thu	**12.021**	**13.161**	**9,5%**	**-12,2%**	*** Triển vọng nửa cuối năm 2026:** Chúng tôi dự báo doanh thu mảng phile đông lạnh tăng 10% YoY, nhờ yếu tố hỗ trợ từ POR 21. Mức điều chỉnh giảm 12% phản ánh kết quả 6T 2026 thấp hơn kỳ vọng với mức tăng trưởng 11% YoY và chỉ hoàn thành 43% dự báo năm 2026 trước đó của chúng tôi. Đối với nửa cuối năm 2026, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực nhưng thận trọng về đà tăng trưởng xuất khẩu của VHC. Mặc dù một số yếu tố bất lợi từ bên ngoài và áp lực chi phí logistics vẫn còn hiện hữu, các yếu tố này dự kiến sẽ được bù đắp phần lớn nhờ nhu cầu duy trì tích cực trong bối cảnh nguồn cung cá thịt trắng tiếp tục thiếu hụt.
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan	10.497	11.562	10,1%	-12,4%	
- Tăng trưởng sản lượng phile	*-14,3%*	*6,0%*		*26,6%*	
Tăng trưởng giá bán phile trung bình	*3,4%*	*5,8%*		*5,1%*	
					* Về mặt chính sách thương mại, chúng tôi đánh giá tác động từ mức thuế theo Mục 301 là không đáng kể đối với VHC. Mỹ gần đây đã công bố mức thuế 12,5% đối với hàng nhập khẩu từ Việt Nam theo Mục 301, thay thế cho mức thuế tạm thời 10% theo Mục 122 đã hết hiệu lực vào ngày 24/07. Với mức tăng tương đối khiêm tốn này, chúng tôi kỳ vọng tác động trực tiếp lên khả năng cạnh tranh của VHC là không đáng kể. Ngoài ra, việc chính sách thuế trở nên rõ ràng hơn sẽ giúp giảm bớt sự bất định cho các nhà nhập khẩu Mỹ và có thể tạo thêm động lực thúc đẩy doanh số của VHC tại Mỹ trong nửa cuối năm 2026.
- C&G	780	744	-4,6%	-17,2%	* Chúng tôi dự báo doanh thu mảng C&G giảm 4,6% YoY do KQKD 6T 2026 kém tích cực. Giá bán trung bình (ASP) tại Mỹ và EU có xu hướng giảm, trong khi các thị trường khác cũng đang đối mặt với áp lực về giá do xuất khẩu gelatin từ các nhà sản xuất Trung Quốc gia tăng. Chúng tôi kỳ vọng áp lực ASP sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu mảng C&G trong ngắn hạn.
- Sản phẩm từ gạo (Sa Giang)	744	855	15,0%	-4,4%	* Phù hợp với kế hoạch năm 2026 của Sa Giang, đồng thời được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng tích cực 16,2% YoY trong quý 1 2026.
Lợi nhuận gộp	**2.040**	**2.034**	**-0,3%**	**-16,1%**	
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan[1]	1.540	1.601	4,0%	-16,6%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 16,6% dự báo lợi nhuận gộp mảng phile đông lạnh do ASP giảm và chi phí thức ăn chăn nuôi tăng dự kiến sẽ làm thu hẹp biên lợi nhuận gộp. Chi phí thức ăn chăn nuôi đã tăng trong 6 tháng liên tiếp, đạt mức +9% YoY vào tháng 6.
- C&G[1]	276	218	-21,2%	-18,0%	
- Sa Giang[1]	224	215	-4,1%	-9,3%	* Chúng tôi vẫn kỳ vọng doanh thu của Sa Giang tăng trưởng mạnh nhưng dự báo biên lợi nhuận sẽ chịu áp lực do chi phí nguyên liệu nông sản đầu vào ở mức cao.
Lợi nhuận từ HĐKD	**1.475**	**1.461**	**-1,0%**	**-10,9%**	
Các khoản mục ngoài HĐKD	274	221	-19,5%	-47,0%	* Mức giảm mạnh so với cùng kỳ chủ yếu xuất phát từ mức nền so sánh cao của năm ngoái nhờ khoản hoàn nhập dự phòng đầu tư chứng khoán trị giá 31,5 tỷ đồng tính đến cuối năm 2025.
LNTT	1.749	1.681	-3,9%	-18,2%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**1.418**	**1.420**	**0,1%**	**-19,7%**	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 19,7% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS, tương ứng với mức tăng trưởng đi ngang so với cùng kỳ, qua đó phản ánh (1) giả định biên lợi nhuận gộp thấp hơn trong bối cảnh chi phí nuôi trồng tăng mạnh do chi phí thức ăn chăn nuôi cao hơn, (2) lợi nhuận bình thường hóa sau các khoản hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho và hoàn nhập dự phòng đầu tư chứng khoán năm trước (tổng cộng đóng góp thêm 0,4 điểm % vào biên lợi nhuận ròng năm 2025 sau thuế). Nếu loại trừ các khoản hoàn nhập đáng kể trị giá 66 tỷ đồng (khoảng 53 tỷ đồng sau thuế), chúng tôi ước tính LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi sẽ tăng 4% YoY.
GPM	17,0%	15,5%			
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan[1]	14,7%	13,9%			
- C&G[1]	35,4%	29,3%			
- Sa Giang[1]	30,1%	25,1%			
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)/doanh thu	4,7%	4,4%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	12,3%	11,1%			
Biên lợi nhuận ròng	11,8%	10,8%			

Nguồn: VHC, Vietcap; [1] ước tính của Vietcap

Dự báo năm 2027: Chi phí thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt cùng việc tiếp tục mở rộng tỷ trọng sản phẩm giá trị gia tăng sẽ thúc đẩy sự phục hồi của biên lợi nhuận

Hình 2: Dự báo năm 2027 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2026	Dự báo 2027 mới	YoY	So với dự báo 2027 cũ	Nhận định của Vietcap về dự báo 2027 mới
Doanh thu	**13.161**	**13.820**	**5,0%**	**-18,9%**	*** Triển vọng năm 2027:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng phile đông lạnh duy trì ổn định trong năm 2027, được hỗ trợ bởi các tác động tích cực từ POR 21 (giúp duy trì lợi thế về thuế quan của VHC so với các đối thủ tại Mỹ) và nguồn cung cá thịt trắng toàn cầu tiếp tục thắt chặt – cũng là động lực thúc đẩy nhu cầu cá tra trong trung hạn. Do đó, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng doanh thu 4,1% YoY của mảng này sẽ được dẫn dắt bởi sản lượng, với sản lượng cá phile tăng 6,0% YoY trong khi ASP giảm nhẹ 1,1% YoY do nguồn cung cá nguyên liệu phục hồi.
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan	11.562	12.038	4,1%	-19,7%	
- Tăng trưởng sản lượng phile	*6,0%*	*6,0%*			
Tăng trưởng giá bán phile trung bình	*5,8%*	*-1,1%*			
- C&G	744	798	7,2%	-20,6%	* Chúng tôi dự báo doanh thu mảng C&G sẽ phục hồi nhẹ, tăng 7,2% YoY, mặc dù áp lực lên ASP dự kiến vẫn kéo dài.
- Sản phẩm từ gạo (Sa Giang)	855	984	15,0%	-4,4%	* Chúng tôi kỳ vọng Sa Giang duy trì đà tăng trưởng trong năm 2027, nhờ việc mở rộng danh mục sản phẩm từ gạo giá trị gia tăng, bao gồm bún gạo ăn liền, bộ sản phẩm bữa ăn tiện lợi và sản phẩm salad bún.
Lợi nhuận gộp	**2.034**	**2.218**	**9,0%**	**-22,4%**	
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan[1]	1.601	1.682	5,0%	-25,0%	
- C&G[1]	218	249	14,6%	-27,1%	* Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng C&G tăng 1,9 điểm % YoY lên 31,2% nhờ (1) sự chuyển dịch liên tục sang các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn, được thể hiện qua kế hoạch thành lập nhà máy sản xuất bánh kẹo và sản phẩm phủ đường được công bố tại ĐHCĐ năm 2026 theo mô hình liên doanh với đối tác Nhật Bản, và (2) hiệu suất hoạt động được cải thiện do sản lượng cá tra cao hơn giúp giảm chi phí đầu vào từ da cá.
- Sa Giang[1]	215	287	33,3%	5,1%	* Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của Sa Giang tăng lên 29,1%, nhờ cơ cấu sản phẩm chuyển dịch sang các mặt hàng giá trị gia tăng có biên lợi nhuận cao hơn và chi phí nguyên liệu nông nghiệp đầu vào hạ nhiệt từ mức nền cao của năm 2026.
Lợi nhuận từ HĐKD	**1.461**	**1.571**	**7,5%**	**-18,3%**	
Các khoản mục ngoài HĐKD	221	272	23,1%	-48,7%	
LNTT	1.681	1.842	9,6%	-24,9%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**1.420**	**1.549**	**9,1%**	**-26,7%**	* Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS tăng 9,1% YoY nhờ biên lợi nhuận cải thiện ở tất cả các mảng kinh doanh chính. Đối với mảng phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan, dù ASP hạ nhiệt từ mức nền cao của năm 2026, chúng tôi kỳ vọng chi phí thức ăn chăn nuôi sẽ giảm do tác động của hiện tượng El Nino dự kiến sẽ suy yếu vào đầu năm 2027, giúp biên lợi nhuận gộp của mảng tăng 0,1 điểm % YoY lên 14,0%. Đối với Sa Giang và C&G, chúng tôi kỳ vọng sự chuyển dịch sang các sản phẩm giá trị gia tăng sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận gộp tăng lần lượt 4,0 điểm % YoY lên 29,1% và 1,9 điểm % YoY lên 31,2%. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp hợp nhất tăng 0,5 điểm % YoY lên 16,0%, trong khi biên lợi nhuận ròng tăng 0,4 điểm % lên 11,2%.
GPM	15,5%	16,0%			
- Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan[1]	13,9%	14,0%			
- C&G[1]	29,3%	31,2%			
- Sa Giang[1]	25,1%	29,1%			
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)/doanh thu	4,4%	4,7%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	11,1%	11,4%			
Biên lợi nhuận ròng	10,8%	11,2%			

Nguồn: VHC, Vietcap; [1] ước tính của Vietcap

Định giá

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 18%, do điều chỉnh giảm các dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–30 (mức giảm lần lượt là -20%/-27%/-20%/-31%/-32% cho dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/27/28/29/30). Chúng tôi cũng nâng chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) áp dụng trong mô hình định giá CKDT bằng cách nâng giả định lãi suất phi rủi ro lên 7,0% (từ mức 6,0%), điều này được bù đắp một phần nhờ việc cập nhật thời gian định giá sang giữa năm 2027.

Chúng tôi duy trì cơ cấu 50/50 giữa các phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) và phương pháp tổng của từng phần (SoTP) dựa trên EV/EBITDA để định giá VHC. Theo quan điểm của chúng tôi, tỷ lệ cân bằng giữa hai phương pháp này là hợp lý do đặc điểm cơ bản khác nhau của các mảng kinh doanh của VHC cũng như mức tăng trưởng lợi nhuận không ổn định của công ty, vốn chủ yếu được thúc đẩy bởi hoạt động kinh doanh xuất khẩu phile truyền thống và do đó dễ bị ảnh hưởng bởi các yếu tố bên ngoài.

Hình 3: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)	Đóng góp giá trị/cổ phiếu (đồng)
CKDT	50%	68.071	34.035
SOTP	50%	49.229	24.615
Giá mục tiêu			**58.600**
P/E năm 2026/2027 theo giá mục tiêu			9,1x/8,1x
EV/EBITDA năm 2026/2027 theo giá mục tiêu			4,9x/4,5x

Nguồn: Vietcap

Hình 4: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận từ HĐKD	**1.860**	**1.987**	**2.143**	**2.309**	**2.511**
- Thuế	-231	-258	-285	-337	-379
+ Chiết khấu	575	655	708	762	816
- Vốn XDCB	-1.357	-760	-726	-699	-741
- Thay đổi vốn lưu động	-1.663	-65	-156	-391	-411
Dòng tiền tự do (DTTD)	**-816**	**1.559**	**1.685**	**1.643**	**1.797**
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	-763	1.272	1.200	1.022	976
GTHT lũy kế của DTTD	**-763**	**509**	**1.709**	**2.731**	**3.707**

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	1,24	1,24
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	7,0
Chi phí vốn cổ phần %	15,9	16,9
Chi phí nợ vay %	6,0	6,0
Thuế doanh nghiệp %	15,0	15,0
Nợ vay/vốn %	20,0	20,0
WACC %	**13,7**	**14,5**
Tăng trưởng giá trị cuối %	3,0	3,0

Chiết khấu dòng tiền	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	3.707
GTHT của giá trị cuối (GTC)	8.722
GTGT của DTTD và GTC	**12.430**
+ Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	4.386
- Nợ vay	2.046
- Lợi ích CĐTS	512
Giá trị vốn CSH	**14.258**
SL CP pha loãng (triệu)	209,5
Giá trị CKDT/CP (đồng)	**68.071**

Nguồn: Vietcap

Hình 5: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu của chúng tôi cho VHC liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng giá trị cuối, các yếu tố khác không thay đổi

Tốc độ tăng trưởng cuối	WACC				
	12,5%	13,5%	**14,5%**	15,5%	16,5%
1,0%	60.500	57.600	55.200	53.200	51.400
2,0%	62.800	59.500	56.800	54.500	52.500
3,0%	65.600	61.800	**58.600**	56.000	53.700
4,0%	69.100	64.600	60.800	57.800	55.200
5,0%	73.500	67.900	63.500	59.900	57.000

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Định giá tổng của từng phần

Tỷ đồng	Dự báo EBITDA năm 2026 điều chỉnh*	EV/ EBITDA mục tiêu (x)	Tỷ lệ sở hữu của VHC	EV mục tiêu, đóng góp cho VHC	Lưu ý đối với EV/EBITDA mục tiêu của Vietcap
Phile đông lạnh và các sản phẩm liên quan	1.568	3,9	100%	6.113	* Bội số EV/EBITDA mục tiêu của chúng tôi cho mảng phile đông lạnh là mức EV/EBITDA trượt trung vị 1 năm của ANV, ABT và FMC - các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam có nền tảng cơ bản vững chắc và tương đồng với VHC.
Collagen & gelatin	351	4,7	100%	1.663	* Bội số EV/EBITDA mục tiêu của chúng tôi cho mảng collagen và gelatin được xác định dựa trên mức EV/EBITDA trượt trung vị 1 năm của các doanh nghiệp niêm yết đại diện trong khu vực Châu Á, bao gồm Nitta Gelatin và Nippi, do hoạt động kinh doanh chính của các công ty này tập trung vào gelatin, peptide collagen và các sản phẩm liên quan đến collagen khác.
Sa Giang	182	4,5	77%	630	* Chúng tôi áp dụng EV/EBITDA mục tiêu cao hơn cho Sa Giang so với mảng phile đông lạnh, do chúng tôi cho rằng điều này là hợp lý nhờ tính chất ổn định và gắn liền với thương hiệu hơn trong nguồn lợi nhuận của công ty.
Tổng giá trị doanh nghiệp				**8.406**	
Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn – nợ vay – lợi ích CĐTS				1.906	
Tổng giá trị vốn sở hữu				**10.311**	
SL cổ phiếu (triệu)				209,5	
Giá trị/CP (đồng)				**49.229**	

Nguồn: VHC, Vietcap (* Điều chỉnh theo khoản đóng góp vào quỹ khen thưởng & phúc lợi, chiếm 5% LNST sau lợi ích CĐTS hàng năm, theo dự báo của chúng tôi)

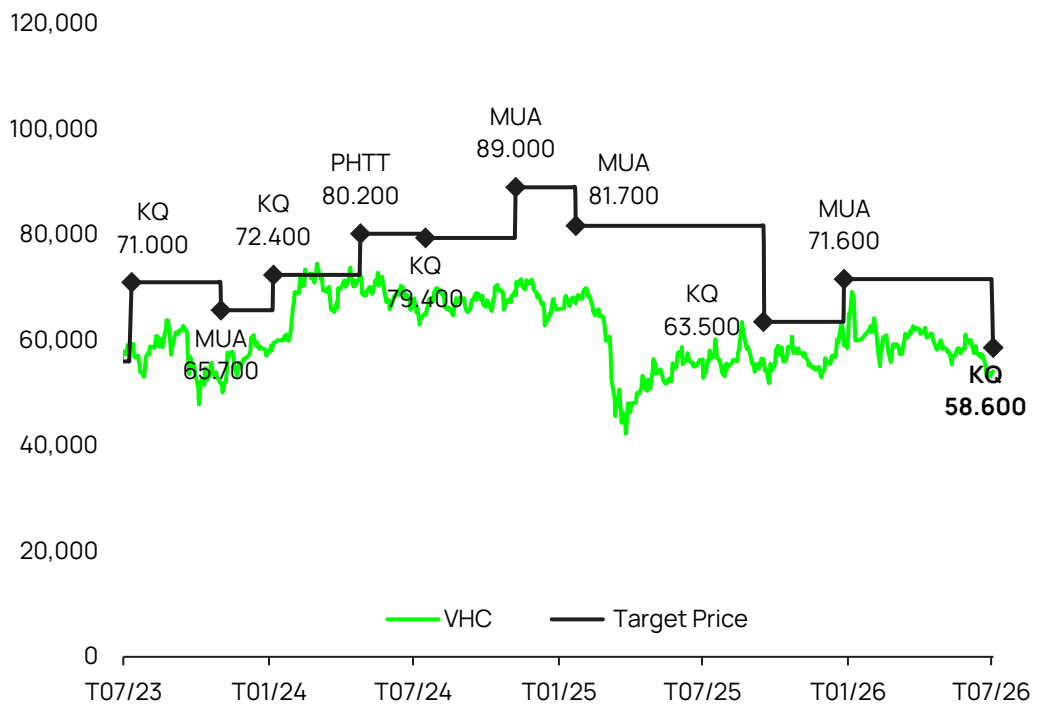
Hình 7: Các công ty cùng ngành cá và thủy sản Việt Nam

Công ty	Mã CK	GTVH (triệu USD)	DT trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	Nợ ròng/ VCSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/B quý gần nhất (x)	P/E trượt (x)	EV/ EBITDA trượt (x)
CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	MPC	232	561	-1	20	-	86	10,1	5,1	1,2	12,1	10,8
CTCP Nam Việt	ANV	178	300	42	33	74	47	24,3	14,9	1,2	5,4	5,7
CTCP Hùng Vương	HVG	-	177	-49	-46	-	334	-80,5	-13,0	-	-	-
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI	49	265	-3	5	47	152	4,2	1,5	0,4	9,0	9,5
CTCP Thực phẩm Sao Ta	FMC	85	281	18	17	45	58	19,6	8,6	1,0	5,1	3,9
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	23	78	21	2	209	67	4,3	2,1	0,8	13,4	12,8
CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	ABT	23	29	21	6	5	20	26,2	18,2	1,0	4,0	3,1
Trung vị		**67**	**265**	**18**	**6**	**47**	**67**	**10,1**	**5,1**	**1,0**	**7,2**	**7,6**
Trung bình		**98**	**242**	**7**	**5**	**76**	**109**	**1,2**	**5,3**	**0,9**	**8,2**	**7,6**
CTCP Vĩnh Hoàn	**VHC**	**431**	**478**	**2**	**55**	**-1**	**-0,2**	**15,5**	**11,1**	**1,2**	**8,3**	**5,8**

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu cập nhật đến ngày 30/07/2026)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 8: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	**12.021**	**13.161**	**13.820**	**14.514**
Giá vốn hàng bán	-9.981	-11.127	-11.602	-12.151
Lợi nhuận gộp	**2.040**	**2.034**	**2.218**	**2.364**
Chi phí bán hàng	-252	-263	-304	-311
Chi phí quản lí DN	-313	-310	-343	-345
LN thuần HĐKD	**1.475**	**1.461**	**1.571**	**1.708**
Doanh thu tài chính	361	348	366	384
Chi phí tài chính	-109	-179	-145	-152
Trong đó, chi phí lãi vay	-54	-53	-55	-58
Lợi nhuận từ công ty LDLK	5	6	6	6
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	17	45	45	45
LNTT	**1.749**	**1.681**	**1.842**	**1.991**
Thuế TNDN	-243	-231	-258	-285
LNST trước CĐTS	**1.507**	**1.450**	**1.584**	**1.706**
Lợi ích CĐTS	-89	-30	-35	-39
LNST sau CĐTS, báo cáo	**1.418**	**1.420**	**1.549**	**1.667**
LNST sau CĐTS, cốt lõi	**1.418**	**1.420**	**1.549**	**1.667**
EBITDA	1.960	2.035	2.226	2.416
EPS báo cáo, VND	6.319	6.779	7.397	7.958
DPS, VND	2.000	3.000	3.000	3.000
DPS/EPS (%)	32,3%	46,7%	41,4%	38,5%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-3,9%	9,5%	5,0%	5,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	18,9%	-1,0%	7,5%	8,7%
Tăng trưởng LNTT	17,8%	-3,9%	9,6%	8,1%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	15,7%	7,3%	9,1%	7,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	17,0%	15,5%	16,0%	16,3%
Biên LN từ HĐ %	12,3%	11,1%	11,4%	11,8%
Biên EBITDA %	16,3%	15,5%	16,1%	16,6%
Biên LNST sau CĐTS %	11,8%	10,8%	11,2%	11,5%
ROE %	15,5%	14,9%	15,7%	15,4%
ROA %	11,1%	10,5%	11,1%	11,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	104	117	133	127
Số ngày phải thu	64	59	62	64
Số ngày phải trả	11	10	10	9
TG luân chuyển tiền	157	165	185	182
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,8	2,4	2,6	2,7
CS thanh toán nhanh	2,0	1,2	1,5	1,6
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,1	0,2	0,2
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn CSH	-0,2	0,0	-0,0	-0,1
Khả năng thanh toán lãi vay	27,3	27,7	28,3	29,5

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	2.008	257	732	696
Đầu tư TC ngắn hạn	2.377	1.738	1.954	2.939
Các khoản phải thu	1.985	2.245	2.468	2.592
Hàng tồn kho	2.785	4.324	4.132	4.328
TS ngắn hạn khác	167	182	191	201
Tổng TS ngắn hạn	**9.322**	**8.747**	**9.478**	**10.757**
TS dài hạn (gộp)	6.486	7.844	8.604	9.330
- Khấu hao lũy kế	-2.937	-3.478	-4.101	-4.780
TS dài hạn (ròng)	3.549	4.366	4.503	4.549
Đầu tư TC dài hạn	56	56	56	56
TS dài hạn khác	481	343	468	468
Tổng TS dài hạn	**4.086**	**4.765**	**5.027**	**5.073**
Tổng Tài sản	**13.408**	**13.512**	**14.505**	**15.830**
Phải trả ngắn hạn	328	365	287	333
Nợ ngắn hạn	2.046	2.170	2.263	2.370
Nợ ngắn hạn khác	937	1.053	1.105	1.234
Tổng nợ ngắn hạn	3.311	3.588	3.655	3.936
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	52	52	52	52
Tổng nợ	**3.363**	**3.640**	**3.708**	**3.988**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
Vốn cổ phần	2.245	2.095	2.095	2.095
Lợi nhuận giữ lại	7.103	7.050	7.940	8.945
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	434	464	499	539
Vốn chủ sở hữu	**10.045**	**9.872**	**10.797**	**11.842**
Tổng cộng nguồn vốn	**13.408**	**13.512**	**14.505**	**15.830**
CP lưu hành cuối năm (triệu)	224,5	209,5	209,5	209,5

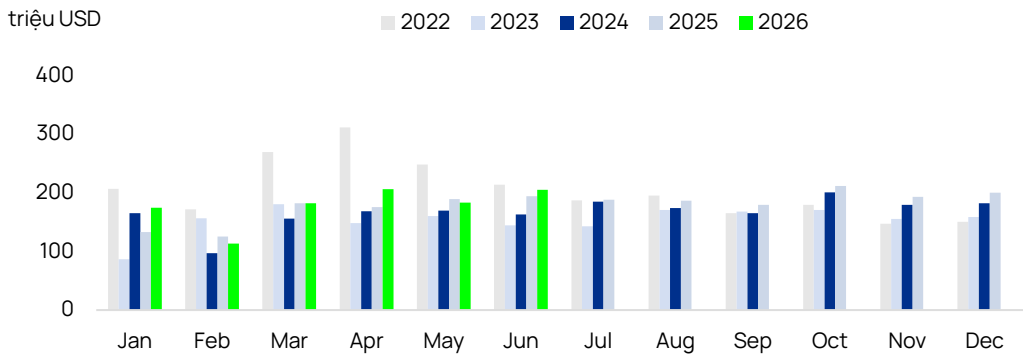
LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	**570**	**2.008**	**257**	**732**
Lợi nhuận sau thuế	1.418	1.420	1.549	1.667
Khấu hao	484	575	655	708
Thay đổi vốn lưu động	1.095	-1.663	-65	-156
Điều chỉnh khác	-590	2	4	6
Tiền từ hoạt động KD	**2.407**	**334**	**2.143**	**2.225**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-403	-1.357	-760	-726
Đầu tư, ròng	116	743	-372	-1.014
Tiền từ HĐ đầu tư	**-287**	**-614**	**-1.132**	**-1.740**
Cổ tức đã trả	-449	-650	-628	-628
Tăng (giảm) vốn	0	-150	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-231	124	93	107
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	449	-795	0	0
Tiền từ hoạt động TC	**-231**	**-1.471**	**-536**	**-521**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**1.889**	**-1.751**	**475**	**-36**
Tiền cuối năm	**2.008**	**257**	**732**	**696**

Nguồn: VHC, dự báo của Vietcap

Phụ lục: Diễn biến hoạt động của VHC và ngành cá tra

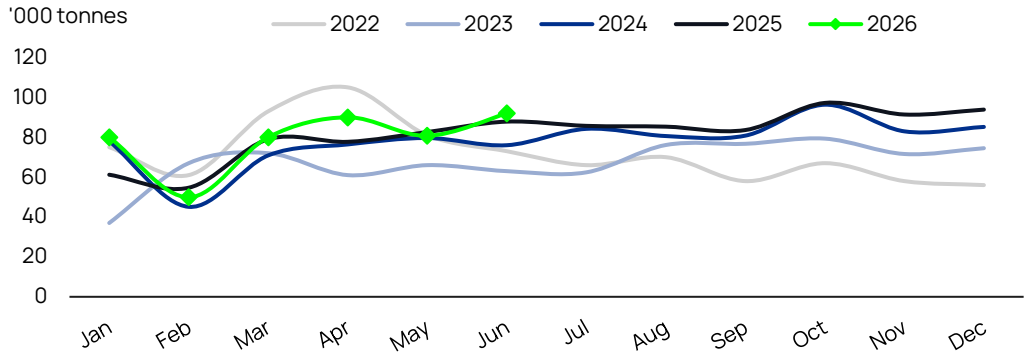
Thị trường cá tra Việt Nam duy trì khả năng cạnh tranh trong 6T 2026 dù ngành thủy sản vẫn tiếp tục đối mặt với những bất định kéo dài, nhờ đà tăng trưởng mạnh về sản lượng xuất khẩu sang các thị trường không cốt lõi (+19% YoY) và Trung Quốc (+8% YoY), qua đó bù đắp cho sự sụt giảm tại các thị trường Mỹ và EU.

Hình 9: Giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam theo tháng



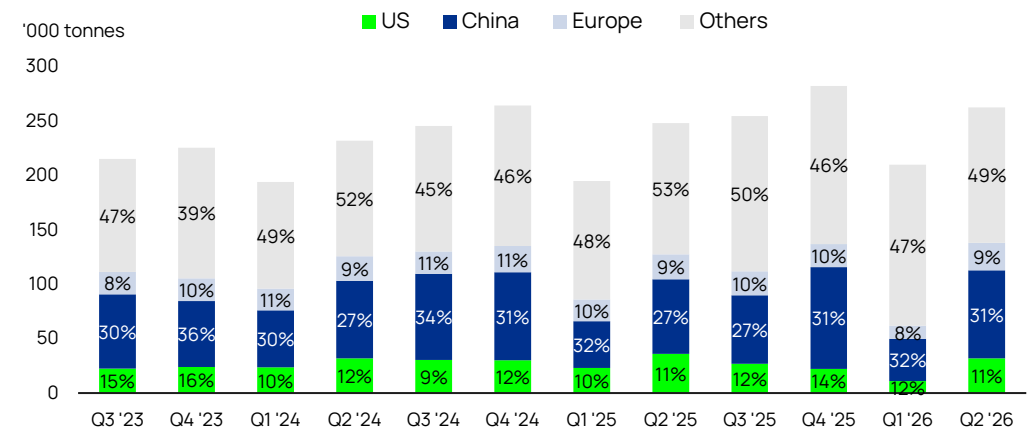
Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

Hình 10: Sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam theo tháng



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

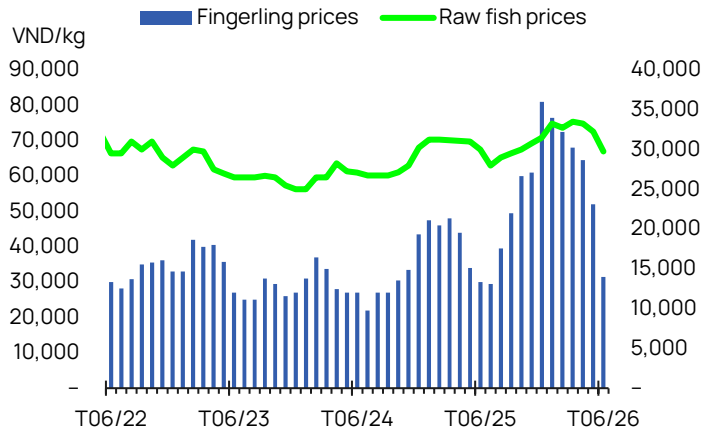
Hình 11: Sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam theo thị trường, theo quý



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

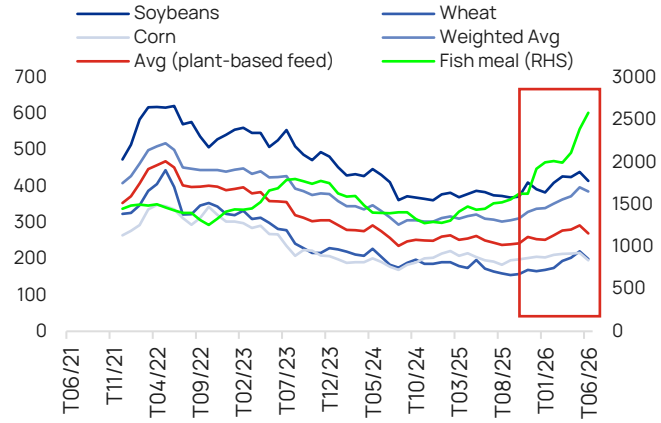
Giá cá nguyên liệu đã hạ nhiệt sau khi nguồn cung phục hồi và giá cá giống điều chỉnh giảm từ mức đỉnh cuối năm 2025. Trong khi đó, chi phí thức ăn chăn nuôi vẫn ở mức cao, phản ánh đà phục hồi trung hạn của giá nguyên liệu đầu vào trước hiện tượng El Nino cùng tình trạng thiếu hụt bột cá kéo dài do nguồn cung cá trích tại Peru bị gián đoạn.

Hình 12: Giá cá giống so với giá cá nguyên liệu



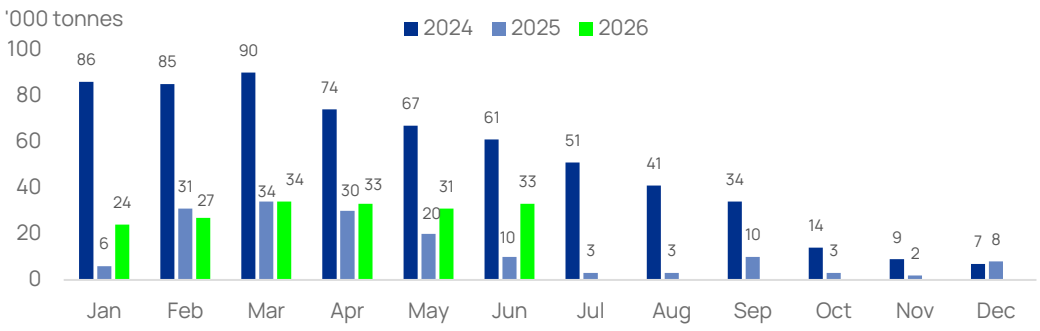
Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

Hình 13: Giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi toàn cầu



Nguồn: FRED, Vietcap

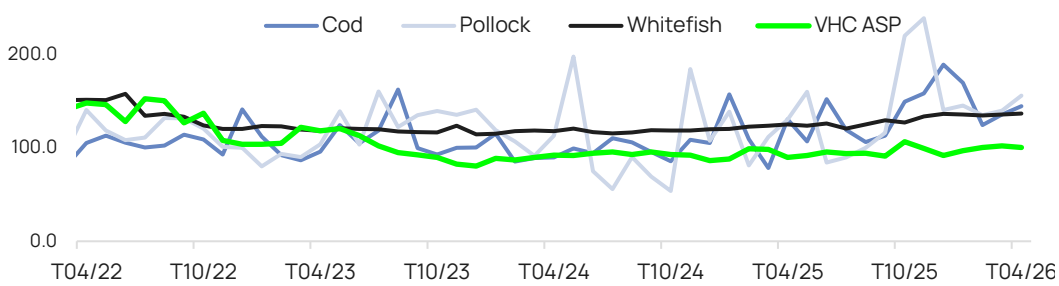
Hình 14: Lượng cá nguyên liệu tồn kho tại thời điểm cuối tháng



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

Giá cá tra duy trì ở mức tương đối ổn định và hấp dẫn so với các loại cá thịt trắng khác, giúp sản phẩm cá tra của VHC trở thành lựa chọn thay thế cạnh tranh trong bối cảnh nguồn cung cá thịt trắng tiếp tục thiếu hụt.

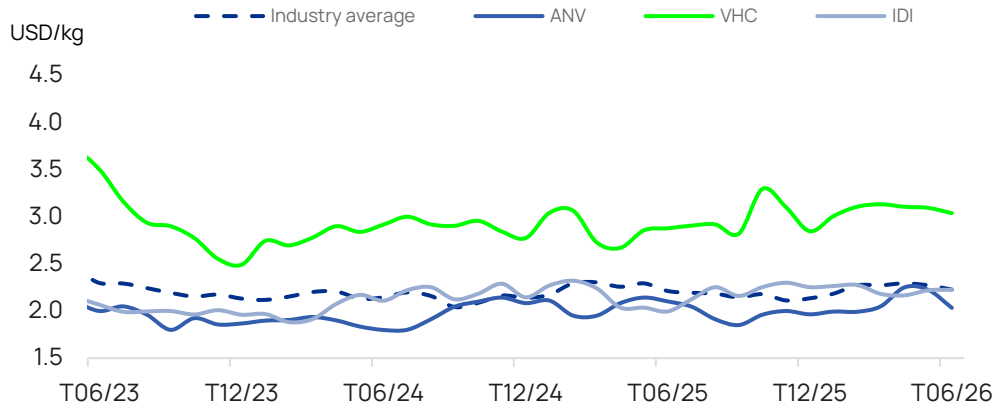
Hình 15: Giá bán trung bình của VHC so với chỉ số giá của nhóm cá thịt trắng, năm cơ sở = 2021



Nguồn: FRED, FAO, Vietcap

VHC duy trì mức chênh lệch giá bán trung bình cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ tập trung vào các thị trường có giá trị cao.

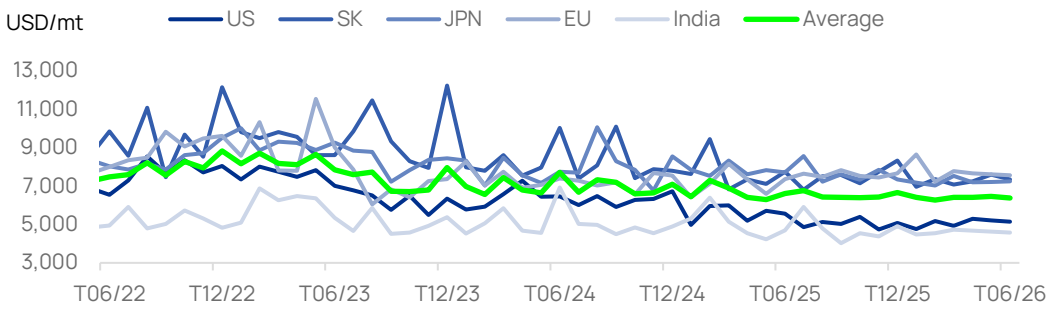
Hình 16: Giá xuất khẩu cá tra trung bình của các doanh nghiệp niêm yết chủ chốt



Nguồn: AgroMonitor, ước tính của Vietcap

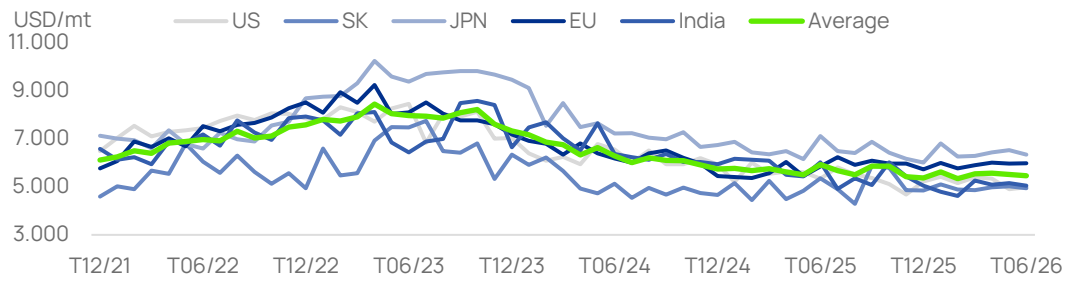
Giá collagen trung bình tại các thị trường chủ chốt đã giảm nhẹ từ đầu năm đến nay do công suất toàn ngành gia tăng và nguồn cung chăn nuôi cải thiện, trong khi giá gelatin có xu hướng tiếp tục hạ nhiệt do sản lượng xuất khẩu tăng mạnh từ các nhà sản xuất Châu Á.

Hình 17: Giá nhập khẩu Collagen (HS 3504) theo tháng tại Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc và Ấn Độ



Nguồn: UN Comtrade, Vietcap

Hình 18: Giá nhập khẩu Gelatin (HS 3503) theo tháng tại Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc và Ấn Độ



Nguồn: UN Comtrade, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Nguyễn Thảo Nguyên & Bùi Nguyên Cẩm Giang, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco
Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ
Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi
Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình
SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng
Bùi Nguyên Cẩm Giang
Trưởng phòng cao cấp, ext 125
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản
Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Thân Như Đoan Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn