

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn

Tồn kho thấp tại Mỹ hỗ trợ tăng trưởng

15/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

LNST quý 1-2026 tăng trưởng tương đối tích cực

VHC ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,955 tỷ VNĐ (+12% YoY) và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 266 tỷ VNĐ (+38% YoY). Hầu hết các mảng kinh doanh đều ghi nhận tăng trưởng cao, với doanh thu phi lê cá tra đạt 1,546 tỷ VNĐ (+14% YoY), doanh thu Collagen & Gelatin và Sa Giang đạt lần lượt 198 tỷ VNĐ (+21% YoY) và 191 tỷ VNĐ (+16% YoY), nhờ nhu cầu phục hồi tại các thị trường trọng điểm.

Giá bán cá tra dự báo duy trì ở mức cao do nhu cầu sản phẩm thay thế các loài cá hoang dã

Nguồn cung cá thịt trắng biển hoang dã tiếp tục bị hạn chế, khiến sản lượng nhập khẩu tiếp tục xu hướng suy giảm tại Mỹ và Châu Âu. Đề xuất gói trừng phạt thứ 21 của Liên minh Châu Âu (EU) hướng tới lệnh cấm hoàn toàn hải sản nguồn gốc Nga sẽ tạo cơ hội lớn cho các sản phẩm thay thế có chuỗi cung ứng ổn định như cá tra Việt Nam. Hiện khoảng 90% sản lượng cá Minh Thái nhập vào Châu Âu có nguồn gốc từ Nga và lách xuất sứ qua Trung Quốc.

Lạm phát chi phí tăng, được bù đắp bởi khả năng tăng giá bán

Tác động từ cuộc chiến tại Iran đang đẩy chi phí vận chuyển và chi phí chung lên cao, gây áp lực lên chuỗi giá trị cá tra. Ngoài ra, chi phí cá giống và cá nguyên liệu mua ngoài cũng liên tục lập đỉnh, tác động tiêu cực lên biên gộp của doanh nghiệp. Mặt khác, biên lợi nhuận kì vọng được ổn định nhờ khả năng tăng giá từ Mỹ nhờ mức tồn kho thấp và nhu cầu tiếp tục ổn định.

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 60,300 VND/cổ phiếu

KBSV dự phóng doanh thu và LNST của VHC đạt lần lượt 14,044 tỷ VNĐ (+17% YoY) và 1,572 tỷ VNĐ (+15% YoY) trong 2026. Chúng tôi kì vọng giá bán cao hơn sẽ bù đắp được đà tăng giá của chi phí, cùng với sản lượng phục hồi tại thị trường Mỹ. Với định giá hợp lý là 60,300 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 5%, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu VHC.

TRUNG LẬP Thay đổi

Giá mục tiêu	VND60,300
Tăng/giảm (%)	+5%
Giá hiện tại (15/06/2025)	VND 57,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 65,850
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	13.6/0.49

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	192.9/7.7
Sở hữu nước ngoài (%)	28.5%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (42.3%)

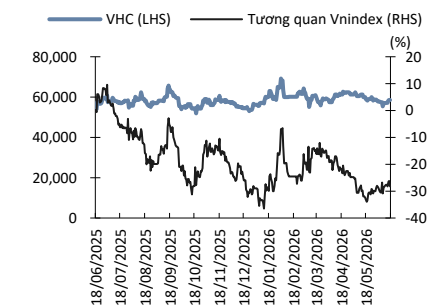
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.8	-1.8	7.3	7.3
Tương đối	5.5	-7.2	-0.4	-26.8

Dự phóng KQKD & định giá

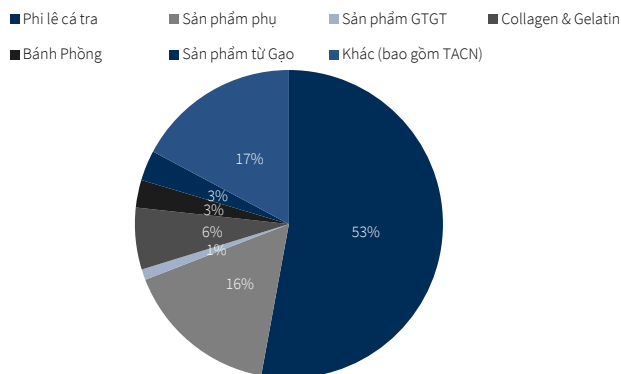
FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	12,513	12,026	14,044	14,090
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,450	1,673	1,929	1,862
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,226	1,363	1,572	1,519
EPS (VNĐ)	5,463	6,073	7,501	7,248
Tăng trưởng EPS (%)	11	11	24	(3)
P/E (x)	10.5	9.5	7.7	7.9
P/B (x)	1.4	1.3	1.3	1.1
ROE (%)	14	15	16	15
Tỷ suất cổ tức (%)	7.0	0	5.2	3.5

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2025



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp dẫn đầu ngành cá tra xuất khẩu. Công ty đã xây dựng được chuỗi giá trị khép kín từ sản xuất thức ăn chăn nuôi, trang trại nuôi cá và nhà máy chế biến. Bên cạnh phi lê cá tra, VHC còn tận dụng phụ phẩm cá để sản xuất các sản phẩm phụ (bột và dầu cá) và Collagen & Gelatin (từ da cá). Ngoài ra, công ty còn sản xuất và xuất khẩu bánh phồng tôm, sản phẩm từ gạo và nông sản.

Điểm nhấn đầu tư

Tồn kho đại lý thấp và nhu cầu cá thịt trắng thay thế tại Mỹ giúp sản lượng và giá bán cá tra toàn cầu của VHC tăng lần lượt 4% và 10% YoY

Áp lực lạm phát chi phí đẩy tác động lên biên gộp, được bù đắp bởi khả năng tăng giá bán

Lợi thế thuế với các doanh nghiệp cá tra Việt Nam khác tại Mỹ có thể được khôi phục, giúp VHC chiếm thêm thị phần

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở [báo cáo trước](#)

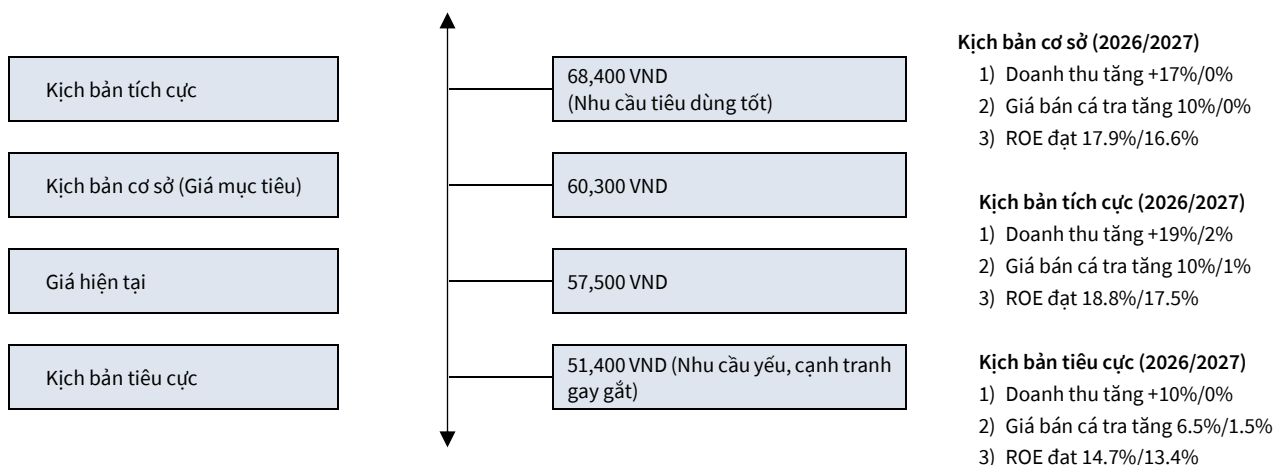
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Doanh thu	14,044	14,090	10%	6%	14,088	14,326	0%	-2%
EBIT	1,667	1,641	16%	12%	1,753	1,826	-5%	-10%
LNST công ty mẹ	1,572	1,519	10%	3%	1,623	1,688	-3%	-10%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Hoạt động kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	1Q2025	4Q2025	1Q2026	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Doanh thu	2,648	2,715	2,955	12%	9%	
Phi lê cá tra	1,354	1,464	1,546	14%	6%	Chủ yếu do giá bán trung bình tăng gần 11%-14% YoY đến từ thị trường Mỹ
Phụ phẩm	445	480	519	17%	8%	
Hàng GTGT	27	41	44	63%	7%	
Collagen & Gelatin	163	173	198	21%	14%	Doanh thu C&G phục hồi tốt nhờ nhu cầu ổn định ở các thị trường chính
Bánh phồng và sản phẩm từ gạo	164	206	191	16%	-7%	
Khác	491	571	441	-10%	-23%	
Lợi nhuận gộp	337	429	431	28%	1%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>13%</i>	<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>187bps</i>	<i>-119bps</i>	
Thu nhập tài chính	143	116	46	-68%	-60%	
Chi phí tài chính	45	22	24	-47%	7%	
SG&A	123	154	141	15%	-8%	
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>5%</i>	<i>6%</i>	<i>5%</i>	<i>14bps</i>	<i>-90bps</i>	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	247	293	337	36%	15%	
Lợi nhuận trước thuế	254	286	341	34%	19%	
Lợi nhuận sau thuế	211	245	286	35%	17%	
LNST công ty mẹ	193	222	266	38%	20%	
<i>Biên LNST công ty mẹ</i>	<i>7.3%</i>	<i>8.2%</i>	<i>9.0%</i>	<i>172bps</i>	<i>82bps</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 2. Sản lượng bán hàng cá tra và C&G

Tấn	1Q2025	4Q2025	1Q2026	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Mỹ	8,542	9,026	10,099	18%	12%	Phục hồi tốt so với giai đoạn thuế đối ứng và cùng kì là giai đoạn tồn kho cao tại thị trường Mỹ
Trung Quốc	2,144	1,861	1,191	-44%	-36%	Sản lượng trung quốc tiếp tục giảm do thị trường này ưu tiên cá tra nguyên con – ít giá trị gia tăng
Châu Âu (bao gồm UK)	4,780	4,781	3,690	-23%	-23%	Chủ yếu do VHC đa dạng sang các thị trường khác
Khác	3,070	4,388	3,733	22%	-15%	
Tổng cá tra	18,553	20,057	18,713	1%	-7%	
C&G	523	653	700	34%	7%	

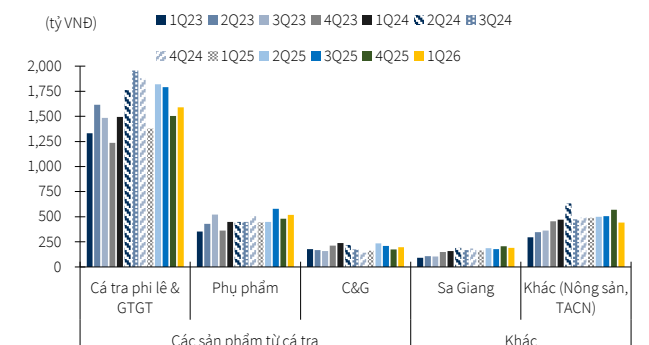
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 3. Giá bán trung bình (USD/tấn)

Tấn	1Q2025	4Q2025	1Q2026	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Mỹ	2.9	3.2	3.3	14%	4%	Giá bán trung bình phục hồi so với cùng kì nhờ nhu cầu phục hồi và hưởng lợi từ đá tăng giá cá thịt trắng trên toàn cầu
Trung Quốc	2.3	2.5	2.7	18%	5%	
Châu Âu (bao gồm UK)	3.1	3.1	3.1	-2%	-1%	
Khác	2.5	2.5	2.8	12%	12%	
Tổng cá tra	2.8	3.0	3.1	11%	6%	
C&G	12	10.1	10.8	-10%	7%	Giá bán C&G giảm do các nhà sản xuất từ Ấn Độ gia tăng cạnh tranh bằng giá rẻ nhằm đa dạng hóa khỏi thị trường Mỹ

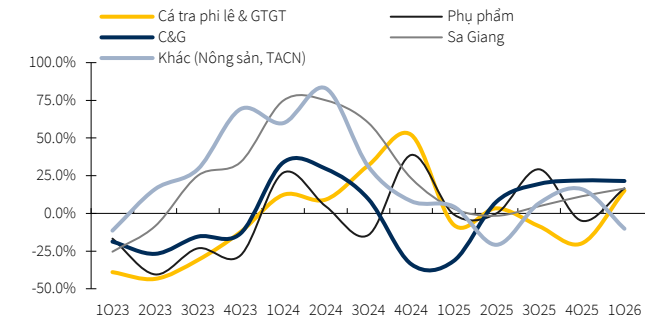
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 4. Doanh thu theo sản phẩm của VHC



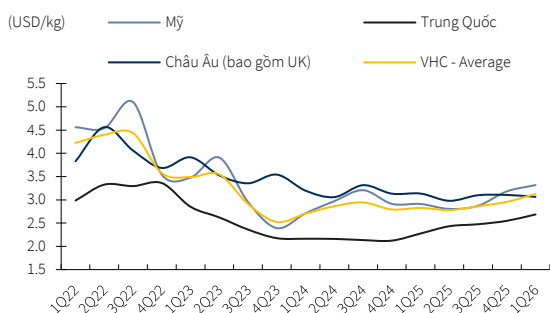
Nguồn: VHC

Biểu đồ 5. Tăng trưởng doanh thu theo sản phẩm



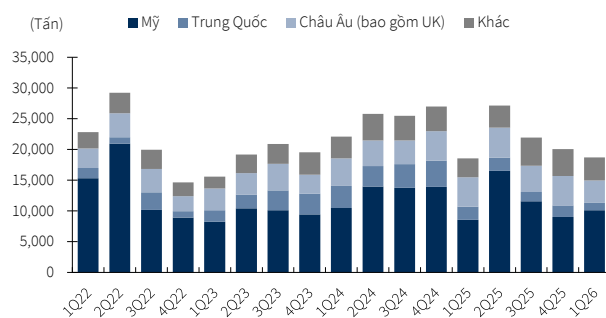
Nguồn: VHC

Biểu đồ 6. Giá bán cá tra trung bình các thị trường của VHC



Nguồn: Dữ liệu Hải quan, KBSV tổng hợp và tính toán

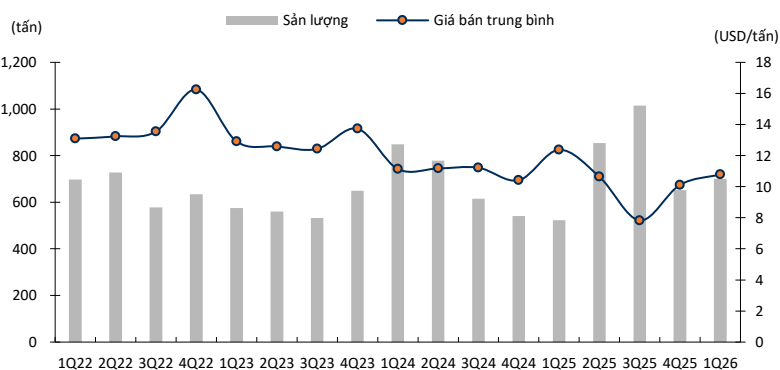
Biểu đồ 7. Sản lượng cá tra bán hàng của VHC



Nguồn: Dữ liệu Hải quan, KBSV tổng hợp và tính toán

Màng C&G cho thấy sự phục hồi tương đối tích cực về sản lượng trong 2 quý gần nhất. Tuy vậy, cạnh tranh cao khiến giá bán trung bình sụt giảm từ 8%-10% YoY

Biểu đồ 8. Sản lượng và giá bán trung bình của màng C&G của VHC



Nguồn: Dữ liệu Hải quan, KBSV tổng hợp và tính toán

Tồn kho thấp tại thị trường Mỹ ở cấp độ đại lý phân phối

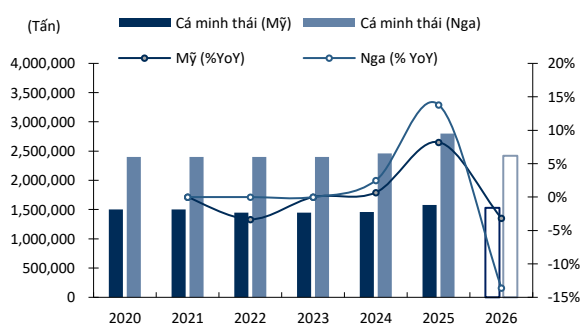
Theo BLĐ VHC tại đại hội cổ đông thường niên 2026, tồn kho đại lý ở thị trường Mỹ của VHC đã xuống mức thấp – là động lực chính để gia tăng sản lượng bán hàng tại đây trong 2026. Ước tính, sản lượng xuất Mỹ của VHC đạt 45.6 nghìn tấn, giảm 12% YoY. Dù vậy, tiêu dùng tại các thị trường trọng điểm như Mỹ và Châu Âu trong 1H 2026 vẫn tiếp tục vững chắc, với chi tiêu tại kênh nhà hàng và dịch vụ ăn uống tại Mỹ tăng 2.7% YoY. Điều này hoàn toàn phù hợp với bức tranh tổng thể khi quy mô ngành nhà hàng Mỹ được dự phóng đạt 1.5 nghìn tỷ USD trong 2026 (+4% YoY). Thị trường Mỹ vì vậy sẽ là động lực tăng trưởng chính cho doanh thu trong thời gian tới dựa trên xu hướng này.

Giá bán cá tra dự báo duy trì ở mức cao do nhu cầu sản phẩm thay thế các loài cá hoang dã

Xu hướng giảm của cá tự nhiên tiếp tục diễn ra, trong đó, sản lượng đánh bắt cho phép (hạn ngạch) của Cá Minh Thái - đối thủ chính của cá tra Việt Nam, hạn ngạch đánh bắt từ Mỹ và Nga giảm lần lượt -3%/-14% YoY. Cá Minh Thái có mức giá tương tự cá tra (3-4 USD/kg) nhưng được đánh giá có hương vị tốt. Về cá Tuyết – phân khúc cao cấp, hạn ngạch cũng tiếp tục giảm khoảng 16% so với 2025, trong khi sản lượng đánh bắt thực tế cũng chỉ đạt khoảng 90%. Hai loài cá này là nhu cầu thiết yếu và được ưa chuộng nhất trong phân khúc cá thịt trắng tại Mỹ và Châu Âu, điều này khiến giá bán tăng mạnh trong thời gian qua do nguồn cung hạn chế. Các yếu tố này hỗ trợ nhu cầu thay thế đối với rô phi và cá tra, hai loài cá thịt trắng nuôi.

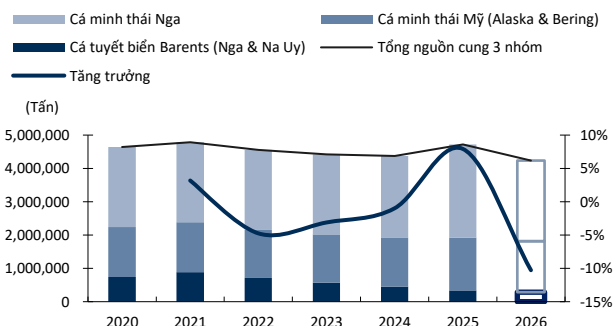
Ngoài ra, trong tháng 6/2026, Liên Minh Châu Âu đang đề xuất gói trừng phạt thứ 21 nhắm vào Nga, với lệnh cấm hoàn toàn đối với cá tuyết và hạn chế nghiêm ngặt với các sản phẩm hải sản khác như cá minh thái. Trước đây, nhập khẩu cá Minh Thái Nga vào EU bị áp thuế là 13.5% do xung đột hiện tại với Ukraine, khiến các nhà sản xuất Nga chuyển hướng lách xuất xứ qua các nhà máy chế biến từ Trung Quốc, với sản lượng ước vẫn chiếm khoảng 95% cá minh thái nhập khẩu vào EU. Nếu các lệnh cấm mới được thông qua và các quy định về truy xuất nguồn gốc được siết chặt, cá tra Việt Nam có thể được hưởng lợi rõ hơn khi nguồn cung tương đối ổn định.

Biểu đồ 9. Hạn ngạch đánh bắt cá Minh thái



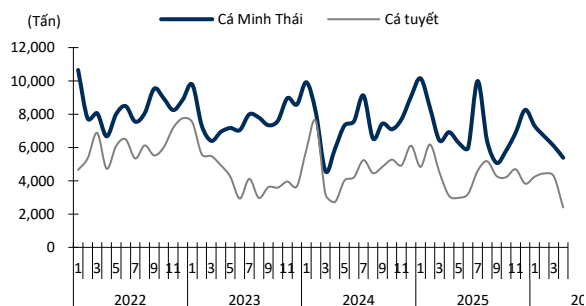
Nguồn: NOAA, ICES

Biểu đồ 10. Tổng nguồn cung cá thịt trắng có thể khai thác hoang dã



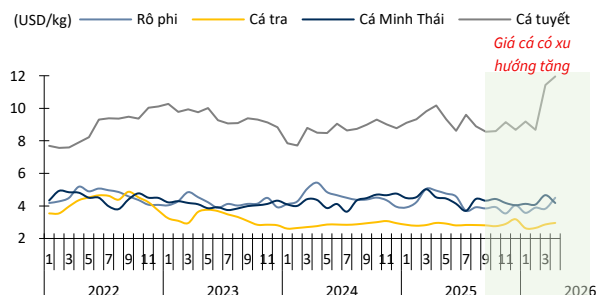
Nguồn: NOAA, ICES

Biểu đồ 11. Sản lượng nhập khẩu vào Mỹ liên tục giảm



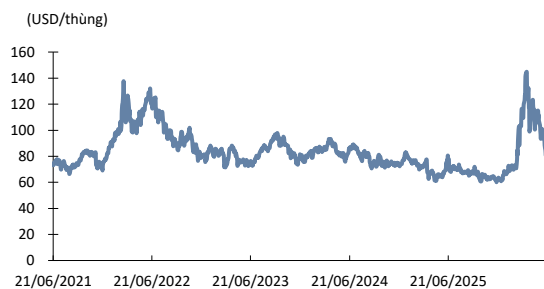
Nguồn: ITC, KBSV

Biểu đồ 12. Giá bán trung bình 4 loài cá thịt trắng



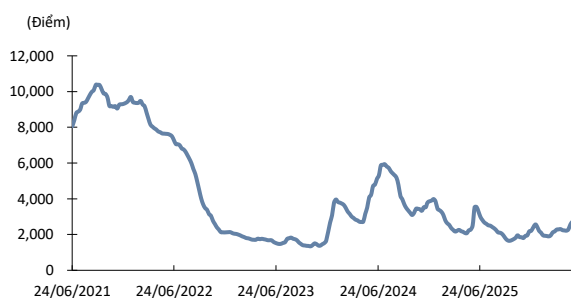
Nguồn: ITC, KBSV

Biểu đồ 13. Giá dầu Brent



Nguồn: Wichart, KBSV thu thập

Biểu đồ 14. Chỉ số giá cước vận tải Drewry

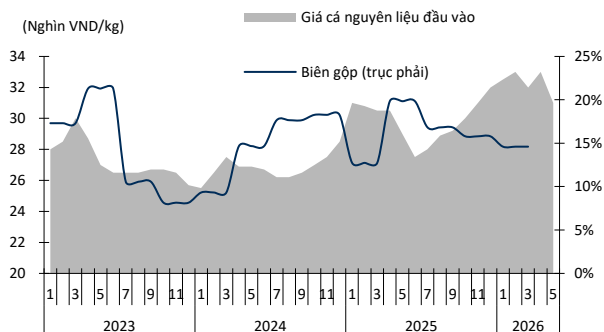


Nguồn: Bloomberg

Giá cá nguyên liệu đầu vào tiếp tục neo ở vùng cao

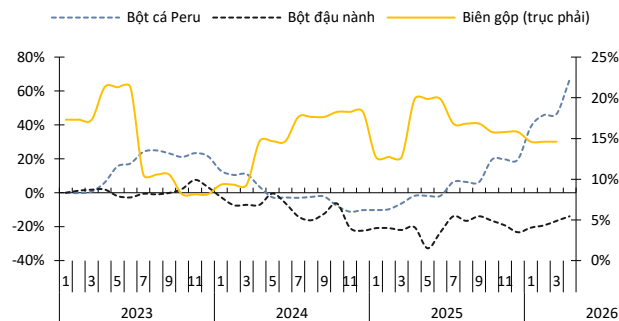
Đối với cá tra nguyên liệu đầu vào cho chế biến, giá thu mua tại các vùng nuôi trọng điểm ĐBSCL (Đồng Tháp, An Giang, Cần Thơ) đạt mức kỷ lục lịch sử ~33,000–35,000 đồng/kg trong đầu năm 2026, tăng 5,000–7,000 đồng/kg so với cuối 2025. Nguyên nhân đến từ việc diện tích thả nuôi toàn vùng chỉ duy trì khoảng 6,000–6,500 ha – thấp hơn đáng kể so với giai đoạn cao điểm – do nhiều hộ nuôi thu hẹp quy mô sau thời kỳ thua lỗ kéo dài. Ở phía cá con giống (đầu vào cho trại nuôi), thị trường ghi nhận đà tăng giá cao với cá giống loại 30 con/kg tăng từ ~28,000 đồng/kg lên 58,000–90,000 đồng/kg, đạt đỉnh đầu năm 2026, tăng gấp 2–3 lần trong vòng một vụ nuôi do nhiều cơ sở ương giống nhỏ lẻ đóng cửa sau thời gian dài thua lỗ, kết hợp với tỷ lệ hao hụt cao trong khâu ương dưỡng do thời tiết bất lợi và dịch bệnh, dẫn đến chất lượng con giống giảm sút. Hệ quả kép là dù biên lợi nhuận hấp dẫn, nhiều hộ nuôi vẫn ngại tái thả giống do chi phí đầu vào tổng thể vẫn cao, làm chậm quá trình bổ sung nguồn cung. Tính đến Q2-2026, cả hai nhóm giá đã hạ nhiệt dần từ đỉnh nhưng mặt bằng giá vẫn cao hơn đáng kể cùng kỳ 2025 trong phần lớn năm. Với lợi thế chuỗi giá trị khép kín và tự chủ khoảng 70% nguyên liệu đầu vào, VHC vẫn có khả năng hấp thụ áp lực chi phí tốt hơn. Trong trung hạn, VHC cho biết sẽ đẩy mạnh đầu tư vào mảng cá giống nhằm giảm phụ thuộc vào thị trường – mắt xích vẫn là điểm thắt cổ chai của cả ngành.

Biểu đồ 15. Giá cá nguyên liệu mua ngoài (30% lượng đầu vào) và tương quan biên gộp của VHC



Nguồn: Wichart, KBSV thu thập

Biểu đồ 16. Giá đầu vào nguyên liệu TACN (So với kì T1-2023) và tương quan biên gộp của VHC



Nguồn: Wichart, Bloomberg, VHC

Khả năng tăng giá bán là yếu tố quyết định để bảo vệ biên gộp trong thời tới, sau đà tăng của các chi phí đầu vào. Theo đó, chúng tôi kì vọng biên gộp của VHC chỉ giảm nhẹ, duy trì quanh mức 16% trong kịch bản cơ sở nhờ giá bán tăng 10% giúp bù đắp đà tăng của chi phí đầu vào.

Màng C&G: phát triển sản phẩm mới là hướng đi dài hạn

Trong chiến lược đa dạng hóa sản phẩm giá trị gia tăng, VHC đã công bố phát triển dòng sản phẩm C&G cao cấp là **Collagen Tripeptide GPX-4**. Khác với các dòng peptide thông thường có trọng lượng phân tử lớn, GPX-4 có cấu trúc siêu nhỏ (500 - 1000 Da) chứa hàm lượng tripeptide tối thiểu 15%, hướng thẳng vào phân khúc nguyên liệu dược mỹ phẩm cao cấp. Sản phẩm nằm ở phân khúc cao cấp hơn so với C&G truyền thống, giúp đem lại giá bán trung bình và quyền định giá cao hơn cho VHC so với thị trường chung ở thời điểm hiện tại. Chúng tôi kì vọng sản phẩm này sẽ giúp mở rộng dư địa tăng trưởng trong tương lai cho VHC. Dù vậy, chúng tôi chưa đưa ra dự phóng về mảng kinh doanh mới này do chưa có nhiều số liệu dẫn chứng về khả năng hấp thụ và thị hiếu của khách hàng.

Biểu đồ 17. So sánh C&G truyền thống và cao cấp

Tiêu chí	C&G Truyền thống (Gelatin / Peptide thường)	Collagen Tripeptide (GPX-4)
(1) Hiệu năng	Hấp thụ chậm qua tiêu hóa. Cần liều dùng lớn (5-10g/ngày). Tính ứng dụng đại trà.	Hấp thụ trực tiếp vào máu. Liều dùng thấp (1-2g/ngày). Có dữ liệu lâm sàng chứng minh hiệu quả.
(2) Giá bán	Thấp - Trung bình. Chịu áp lực cạnh tranh giá trên thị trường hàng hóa đại trà.	Cao cấp. Giá bán trên mỗi kg cao gấp nhiều lần nhờ hàm lượng công nghệ và tính độc quyền nguồn gốc.
(3) Chi phí	Chi phí sản xuất thấp. Biên lợi nhuận gộp ổn định nhưng khó bứt phá mạnh.	Chi phí R&D, enzyme xúc tác và chi phí nhượng quyền/chia sẻ lợi ích (với đối tác) cao hơn.
(4) Sản lượng	Tỷ lệ thu hồi thành phẩm trên mỗi kg da cá cao. Tăng trưởng phụ thuộc vào việc mở rộng sản lượng (Volume).	Tỷ lệ hao hụt da cá cao hơn (do phải tinh chế sâu và lọc phân tử siêu nhỏ 500-1000 Da).

Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 18. Dự phóng KQKD 2025-2026

(tỷ VND)	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	12,026	14,044	17%	14,090	0%	
Phi lê cá tra và GTGT	6,498	7,685	18%	7,814	2%	Chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng cá tra các thị trường chính bao gồm Mỹ/Châu Âu/TQ/khác đạt lần lượt +12%/+2%/-41%/+8%.
C&G	780	809	4%	867	7%	
Phụ phẩm	1,953	2,485	27%	2,520	1%	
Sa Giang	732	816	11%	897	10%	Dự kiến tăng trưởng chậm lại do nhu cầu yếu hơn
Khác (TACN và hoa quả)	2,069	2,234	8%	2,298	3%	Tăng trưởng dự kiến giảm tốc do nhu cầu yếu hơn trên toàn cầu
Lợi nhuận gộp	1,983	2,283	15%	2,272	0%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>16.5%</i>	<i>16.3%</i>	<i>-23bps</i>	<i>16.1%</i>	<i>-13bps</i>	Chúng tôi kì vọng đà tăng của giá bán chung cá tra khoảng 10% YoY giúp bù đắp chi phí tăng ở TACN, chi phí nuôi và cước vận tải
Thu nhập tài chính	364	385	6%	347	-10%	
Chi phí tài chính	107	124	15%	127	3%	
SG&A	568	617	9%	631	2%	Biên SG&A/ doanh thu giảm nhờ giá bán tăng, trong khi cước vận tải tăng nhẹ đóng góp chính vào đà tăng.
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.4%</i>	<i>-33bps</i>	<i>4.5%</i>	<i>9bps</i>	
Lợi nhuận trước thuế	1,686	1,969	17%	1,902	-3%	Lợi nhuận tăng chủ yếu vào giá bán tăng, trong khi biên gộp ổn định
<i>Biên LNNT</i>	<i>14.0%</i>	<i>14.0%</i>	<i>0bps</i>	<i>13.5%</i>	<i>-52bps</i>	
Lợi nhuận sau thuế	1,451	1,673	15%	1,617	-3%	
LN sau thuế công ty mẹ	1,363	1,572	15%	1,519	-3%	
<i>Biên LNNT công ty mẹ</i>	<i>11.3%</i>	<i>11.2%</i>	<i>-14bps</i>	<i>10.8%</i>	<i>-41bps</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 19. Dự phóng sản lượng bán hàng cá tra và C&G của VHC

Tấn	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Mỹ	45,667	50,936	12%	52,464	3%	
Trung Quốc	7,641	4,489	-41%	4,489	0%	
Châu Âu (bao gồm UK)	18,723	19,027	2%	19,027	0%	Nhu cầu tiếp tục ổn định tại Châu Âu nhờ là lựa chọn thay thế ổn định cho các loài cá biển
Khác	15,645	16,937	8%	16,937	0%	
Tổng cá tra	87,676	91,389	4%	92,917	2%	
C&G	3,042	3,237	6%	3,302	2%	

Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Bảng 20. Dự phóng giá bán cá tra và C&G của VHC

USD/kg	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Mỹ	2.9	3.2	11%	3.2	0%	
Trung Quốc	2.4	2.7	12%	2.7	0%	
Châu Âu (bao gồm UK)	3.1	3.3	7%	3.3	0%	
Khác	2.6	2.8	6%	2.8	2%	
Tổng cá tra	2.9	3.1	10%	3.1	0%	
C&G	9.86	9.54	-3%	10.02	5%	Giá bán trung bình C&G sẽ phục hồi từ 2027 nhờ thị trường phục hồi và đóng góp từ các sản phẩm cao cấp hơn

Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 60,300 VND

Chúng tôi sử dụng phương pháp ROE – PB để định giá cổ phiếu VHC. Chúng tôi cho rằng mô hình kinh doanh của VHC đang đi vào giai đoạn tương đối ổn định trong ngắn hạn và chưa có nhiều tiềm năng bứt phá. Chúng tôi sử dụng tăng trưởng cuối cùng là 2%, phản ánh kì vọng tăng trưởng 1 con số nhờ các sáng kiến của VHC có thể hiện thực hóa như (1) Gia tăng công suất mảng C&G và phát triển sản phẩm mới có biên lợi nhuận cao hơn; (2) Thúc đẩy sản lượng cá bằng cách tiếp cận thêm đa dạng thị trường; (3) Tối ưu chi phí bằng phát triển sâu hơn ở mảng cá giống.

Với giá mục tiêu là 60,300 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 11%, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP với cổ phiếu VHC.

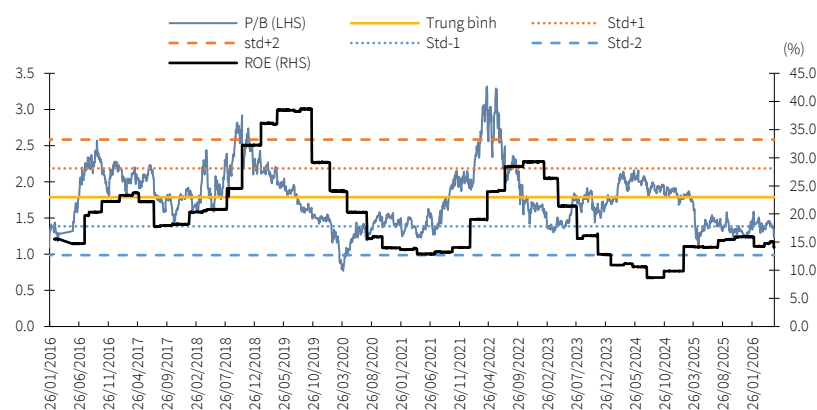
Biểu đồ 21. Định giá PB dựa trên ROE/ chi phí vốn chủ

	Toàn doanh nghiệp	Cổ phiếu
ROE 2027 (Kịch bản cơ sở)		15%
Chi phí vốn chủ		12.6%
Tăng trưởng cuối cùng		2%
PB mục tiêu		1.2
Giá trị sổ sách cuối 2026 (đã điều chỉnh cho cổ phiếu quỹ)	9,523 tỷ VNĐ	45,446 VNĐ/ cổ phiếu
Cổ tức 2026	629 tỷ VNĐ	3,000 VNĐ/cổ phiếu
Giá trị vốn chủ hợp lý	12,633 tỷ VNĐ	60,300 VNĐ/cổ phiếu

Nguồn: KBSV tổng hợp

ROE của VHC dự kiến duy trì ở mức 15%-16% trong 2026-2027 và chưa thể bứt phá với triển vọng hiện tại của doanh nghiệp. Điều này khiến định giá của VHC chưa có nhiều tiềm năng bứt phá.

Biểu đồ 22. Định giá PB và tương qua lợi nhuận trên vốn chủ (ROE) của VHC



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

VHC – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2027

Báo cáo Kết quả HDKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F	(Tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F
(Báo cáo chuẩn)					(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	12,513	12,026	14,044	14,090	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	12,060	13,267	13,773	15,007
Giá vốn hàng bán	10,618	10,043	11,761	11,818	Tài sản ngắn hạn	8,238	9,332	9,589	10,985
Lãi gộp	1,895	1,983	2,283	2,272	Tiền và tương đương tiền	570	2,008	1,190	1,733
Thu nhập tài chính	423	364	385	347	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,340	2,357	2,550	3,379
Chi phí tài chính	217	107	124	127	Các khoản phải thu	2,413	2,195	2,627	2,635
Trong đó: Chi phí lãi vay	73	54	68	71	Hàng tồn kho, ròng	2,915	2,771	3,222	3,238
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	2	0	0	0	Tài sản dài hạn	3,821	3,936	4,184	4,022
Chi phí bán hàng	297	252	288	294	Phải thu dài hạn	2	3	3	3
Chi phí quản lý doanh nghiệp	358	316	328	337	Tài sản cố định	3,415	3,310	3,310	3,223
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,450	1,673	1,929	1,862	Tài sản dở dang dài hạn	109	102	351	276
Thu nhập khác	66	-37	21	23	Đầu tư dài hạn	69	295	295	295
Chi phí khác	-31	13	-18	-18	Lợi thế thương mại	225	225	225	225
Thu nhập khác, ròng	35	50	40	41	NỢ PHẢI TRẢ	3,241	3,435	3,837	3,868
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	2	0	0	0	Nợ ngắn hạn	3,184	3,382	3,784	3,815
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,485	1,686	1,969	1,902	Phải trả người bán	278	337	360	361
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	182	235	295	285	Người mua trả tiền trước	37	190	190	190
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,303	1,451	1,673	1,617	Vay ngắn hạn	2,277	2,046	2,352	2,364
Lợi ích của cổ đông thiểu số	76	88	102	98	Nợ dài hạn	57	52	52	52
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,226	1,363	1,572	1,519	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	19	25	25	25
					Quỹ đầu tư phát triển	31	25	25	25
Chỉ số hoạt động					Vay dài hạn	0	0	0	0
	2024	2025	2026F	2027F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,994	9,987	10,055	11,223
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.1%	16.5%	16.3%	16.1%	Vốn góp	2,245	2,245	2,095	2,095
Tỷ suất EBITDA	13.6%	15.8%	15.3%	15.2%	Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
Tỷ suất EBIT	9.9%	11.8%	11.9%	11.6%	Lãi chưa phân phối	6,167	7,048	7,164	8,233
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	11.9%	14.0%	14.0%	13.5%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	11.6%	13.9%	13.7%	13.2%	Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.8%	11.3%	11.2%	10.8%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	318	431	532	631
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ					Chỉ số chính				
(VND)	2024	2025	2026F	2027F	(x, %, VND)				
Lãi trước thuế	1,485	1,686	1,969	1,902	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	456	483	487	497	P/E	9.9	8.9	7.7	8.0
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-150	-133	-385	-347	P/E pha loãng	9.9	8.9	7.7	8.0
Chi phí lãi vay	73	54	68	71	P/B	1.4	1.3	1.3	1.1
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,865	2,090	2,138	2,123	P/S	1.0	1.0	0.9	0.9
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-535	226	-433	-8	P/Tangible Book	1.5	1.4	1.4	1.2
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	1,026	192	-451	-16	P/Cash Flow	35.8	8.4	-14.8	22.3
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	212	-379	62	4	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	8.5	7.6	6.7	6.7
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	9	19	19	1	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	11.6	10.2	8.6	8.8
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-504	-70	-378	-372	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	2,073	2,078	957	1,732	ROE%	14%	15%	16%	15%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-678	-413	-700	-300	ROA%	10%	11%	12%	10%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	2	8	0	0	ROIC%	8%	10%	10%	11%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-4,171	-3,919	-193	-829	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	3,877	3,800	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.6	0.3	0.5
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.9	1.3	1.0	1.3
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.6	2.8	2.5	2.9
Cổ tức và tiền lãi nhận được	115	117	385	347	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-855	-408	-507	-781	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.4	0.3	0.4	0.3
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	-945	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	10,620	9,761	2,352	2,364	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.1	0.1	0.0
Tiền trả các khoản đi vay	-10,602	-9,992	-2,046	-2,352	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Cổ tức đã trả	-898	0	-629	-419	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.0	0.1	0.1	0.1
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-880	-231	-1,268	-408	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	338	1,440	-817	543	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6	6	6	6
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	233	570	2,008	1,190	Hệ số quay vòng HTK	4	4	4	4
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	570	2,008	1,190	1,733	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	38	30	33	33

Nguồn: VHC, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.