

Tổng CTCP Vĩnh Hoàn – HOSE: VHC

| KHUYẾN NGHỊ: MUA

| Giá mục tiêu: 58,100

| Upside: 17%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q2/2026: DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 3,394 tỷ đồng (+6% YoY) và 475 tỷ đồng (-8% YoY).

- Doanh thu tăng chậm lại rõ rệt so với Q1/2026 (+12% YoY) khi động lực front-loading tại Mỹ suy yếu về cuối quý.** Cụ thể, doanh thu theo tháng đạt đỉnh T4/2026 = 1,254 tỷ VNĐ (+23% YoY, riêng Mỹ +43% YoY), sau đó T6/2026 chỉ còn 1,014 tỷ VNĐ (+5% YoY, riêng Mỹ -2% YoY).
- Biên lợi nhuận gộp Q2/2026 đạt 20.7% (+0.9 đpt YoY, +6.1 đpt QoQ).** Loại trừ khoản hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho, biên LNG cốt lõi đạt 18.3%, so với 15.6% trong Q1/2026 và 14.2% trong Q2/2025. Biên cải thiện dù giá thức ăn chăn nuôi và cá giống vẫn neo cao, do giá bán đi lên trong khi giá vốn chưa phản ánh mặt bằng chi phí mới.
 - ASP đạt 3.0 nghìn USD/tấn (+8% YoY) nhờ cơ cấu thị trường nghiêng về phân khúc biên cao — thị trường Mỹ chiếm 55% sản lượng xuất khẩu với mặt bằng giá bán cải thiện +12% YoY.
 - BSC cho rằng giá vốn giảm khi tỷ trọng mua ngoài giảm theo tính thời vụ.** Với tỷ lệ tự chủ nguyên liệu 70–75%, VHC bán theo giá thị trường nhưng chỉ chịu giá thị trường trên 25–30% sản lượng mua ngoài; phần còn lại hạch toán theo giá thành nội bộ của vụ nuôi trước - khoảng chênh giữa hai vế này chính là phần biên mở rộng. Đây cũng là lý do Q1/2026 có biên thấp: đơn hàng hồi phục nhanh trong khi nguồn cá tự chủ chưa đủ size, buộc VHC tăng thu mua ngoài đúng lúc giá cá nguyên liệu lên cao; sang Q2, khi nhu cầu ổn định và cá tự chủ đã đủ size, tỷ trọng mua ngoài giảm trở lại.
- LNST-CĐTS giảm -8% YoY dù lãi gộp tăng +11% YoY do (1)** doanh thu tài chính giảm -54% YoY về 52 tỷ, chủ yếu do lãi chênh lệch tỷ giá chỉ đạt 24 tỷ; **(2)** đồng thời, chi phí tài chính tăng lên 35 tỷ (so với cùng kỳ 4.5 tỷ), trong đó lãi vay tăng +109% YoY khi dự nợ vay cuối kỳ tăng lên 2,470 tỷ đồng (+20.7% so với đầu năm).

Lũy kế 6T/2026: DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 6,349 tỷ đồng (+9% YoY) và 741 tỷ đồng (+5% YoY).

KQKD	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	12,512	12,020	13,394	14,721
Lợi nhuận gộp	1,895	2,040	2,285	2,546
NPATMI	1,226	1,418	1,538	1,580
EPS	5,312	6,319	7,342	8,557

BÁO CÁO CẬP NHẬT

24/09/2026 – HOSE: VHC

Trung tâm phân tích Chứng khoán BIDV

Trần Nguyên Tường Huy

(Chuyên viên phân tích)

Huytnt@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	49,550
Cổ phiếu LH (Triệu):	209
Vốn hoá (Tỷ VND):	10,378
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.36
Sở hữu nước ngoài:	82.3%

Mở tài khoản



ĐÁNH GIÁ CỦA BSC

DTT và LNST-CĐTTS lần lượt đạt 47%/48% dự phóng luỹ kế 2026F của BSC và 45%/46% kế hoạch của doanh nghiệp.

Giá bán đang bù đắp thâm hụt sản lượng. Sản lượng xuất khẩu Q2/2026 đạt 24,300 tấn (-8% YoY), chủ yếu do mức nền cao của cùng kỳ – giai đoạn nhà nhập khẩu Mỹ đẩy mạnh tích trữ hàng hoá ngay sau thời điểm công bố thuế quan tháng 4/2025. Phần hụt sản lượng được bù đắp bởi ASP trung bình tăng +8% YoY lên 3.0 nghìn USD/tấn, giúp giá trị xuất khẩu cá tra đi ngang svck (-1% YoY). Luỹ kế 6T/2026, sản lượng đạt 41.1 nghìn tấn, hoàn thành 45% dự phóng cả năm (90,668 tấn), với ASP bình quân 3.04 nghìn USD/tấn – tương đương với giả định 3,099 USD/tấn.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

BSC giữ nguyên quan điểm về triển vọng doanh nghiệp

1. Nhu cầu tại Mỹ đảo chiều nhanh sau khi mùa front-loading kết thúc.

- Doanh thu T7/2026 của VHC đạt 1,148 tỷ đồng (-10% YoY), tháng tăng trưởng âm đầu tiên trong năm 2026, riêng thị trường Mỹ chỉ đạt 323 tỷ đồng (-36% YoY). Nguyên nhân chủ yếu đến từ **(i)** tồn kho tại Mỹ đã được tái tích trữ mạnh trong Q2 khi thuế nhập khẩu còn 10% theo Section 122; và **(ii)** từ 24/7/2026, hàng hoá Việt Nam chịu thuế bổ sung 12.5%.
- Vị thế miễn trừ CBPG được củng cố sau POR21.** VHC nằm ngoài phạm vi áp thuế trong khi các đối thủ xuất khẩu cùng phân khúc chịu mức thuế 0.38 – 1.00 USD/kg (Biển Đông 1.00; Caseamex và Nam Việt 0.84; NTSF 0.38). **Chúng tôi kỳ vọng VHC giành lại một phần thị phần từ các đối thủ tại thị trường Mỹ, bù đắp một phần cho việc quy mô thị trường thu hẹp.**

2. Trung Quốc và EU là điểm tựa bù đắp trong H2/2026. Doanh thu T7/2026 của VHC: Trung Quốc 136 tỷ đồng (+80% YoY), Châu Âu 234 tỷ đồng (+19% YoY). Nếu xu hướng này duy trì, cơ cấu thị trường thực tế 2026 sẽ nghiêng về Trung Quốc/EU nhiều hơn giả định.

3. Biên lợi nhuận gộp cải thiện, nhưng chịu rủi ro pha loãng cơ cấu. Biên LNG cốt lõi trong Q2/2026 đạt 18.3%, cao hơn mức 17.1% chúng tôi giả định cho năm 2026 nhờ **(i)** tỷ lệ tự chuyển nguyên liệu 70-75% giúp giảm áp lực từ giá cá nguyên liệu bên ngoài; **(ii)** ASP xuất khẩu duy trì mặt bằng cao. Tuy nhiên, nếu tỷ trọng thị trường Mỹ (biên cao) tiếp tục giảm khi Trung Quốc và EU tăng, biên LNG hợp nhất sẽ chịu áp lực trong 2H/2026.

Với năm 2027F, chúng tôi dự phóng DTT đạt 14,778 tỷ VNĐ (+10% YoY) và LNST-CĐTTS đạt 1,729 tỷ VNĐ (+3% YoY). **Giả định cho thị trường Mỹ thận trọng hơn:** sản lượng xuất khẩu chỉ tăng 5% YoY và giá xuất khẩu đi ngang do nhu cầu tại thị trường này đang chậm lại và chính sách thuế quan của Mỹ vẫn còn nhiều bất định.

BÁO CÁO CẬP NHẬT

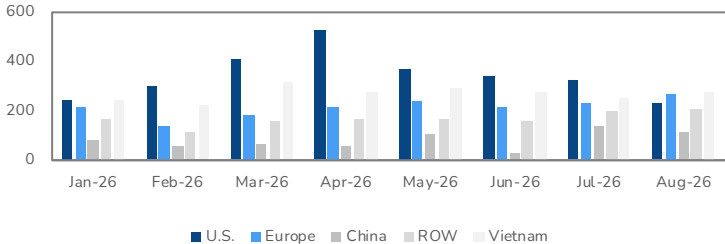
24/09/2026 – HOSE: VHC

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	58,100
Upside:	17%

Thông tin doanh nghiệp

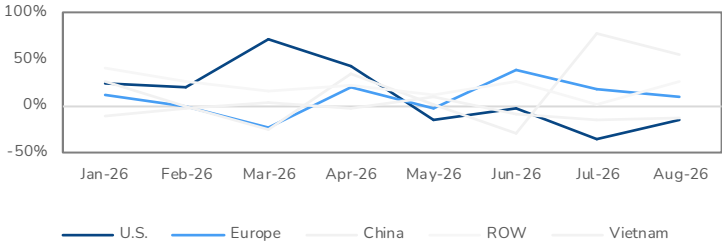
Giá hiện tại (VND):	49,550
Cổ phiếu LH (Triệu):	209
Vốn hoá (Tỷ VND):	10,378
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.36
Sở hữu nước ngoài:	82.3%

Hình 1: DT theo thị trường trong 8T/2026
Đơn vị: VND/cổ phiếu



Nguồn: VHC, BSC Research

Hình 2: Tăng trưởng DT theo thị trường trong 8T/2026
Đơn vị: Lần



Nguồn: VHC, BSC Research

CẬP NHẬT THÔNG TIN THUẾ QUAN VÀ POR21

- Mức thuế 12.5% theo Mục 301 "lao động cưỡng bức" đã chính thức có hiệu lực từ 24/07/2026, thay thế mức 10% theo Mục 122 hết hiệu lực cùng ngày. Mặt khác, USTR chưa công bố chi tiết về khả năng mở rộng điều tra "dư thừa công suất" và vẫn để ngỏ cơ chế cộng dồn lên mức thuế hiện hành.
- Ngày 13/8/2026, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) công bố kết quả cuối cùng đợt rà soát hành chính lần thứ 21 đối với cá tra/basa phi lê đông lạnh nhập khẩu từ Việt Nam.
 - So với kết quả sơ bộ, mức thuế tăng đáng kể: Bien Dong tăng từ 0,29 lên 1,00 USD/kg (+245%); NTSF tăng từ 0,07 lên 0,38 USD/kg (+443%). Đối với CASEAMEX và NAVICO, mức thuế áp dụng tăng từ 0,23 lên 0,84 USD/kg (+265%).
 - So với POR20, mức tăng còn rõ nét hơn. Tại kết quả cuối cùng POR20, Bien Dong được hưởng thuế suất 0 USD/kg; đồng thời 6 doanh nghiệp hưởng mức thuế riêng gồm CASEAMEX, Dai Thanh, Dong A, HungCa 6, NAVICO và NTSF cũng đều có thuế suất 0.

Doanh nghiệp	POR20	POR21 sơ bộ	POR21 cuối cùng
Biển Đông	0.00	0.29	1.00 USD/kg
Caseamex	0.00	0.23	0.84 USD/kg
Nam Việt (NAVICO)	0.00	0.23	0.84 USD/kg
NTSF Seafoods	0.00	0.07	0.38 USD/kg
Mức toàn quốc	—	—	2.39 USD/kg
Vĩnh Hoàn	Ngoài lệnh	Ngoài lệnh	Ngoài lệnh

→ VHC không nằm trong POR21 vì đã ra khỏi lệnh áp thuế. Hiện VHC đang chiếm 42% sản lượng cá tra xuất Mỹ trong nửa đầu 2026. Do đó, (1) VHC không buộc phải hạ giá để giữ khách hàng; có thể giữ giá và mở rộng biên lợi nhuận, hoặc hạ giá có chọn lọc để lấy thị phần; trong khi (2) đối thủ trực tiếp chịu mức thuế 0.84 – 1.00 USD/kg không còn dư địa.

BÁO CÁO CẬP NHẬT
24/09/2026 – HOSE: VHC

KHUYẾN NGHỊ:

MUA

Giá mục tiêu:

58,100

Upside:

17%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):

49,550

Cổ phiếu LH (Triệu):

209

Vốn hoá (Tỷ VND):

10,378

Thanh khoản 30n (Triệu):

0.36

Sở hữu nước ngoài:

82.3%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

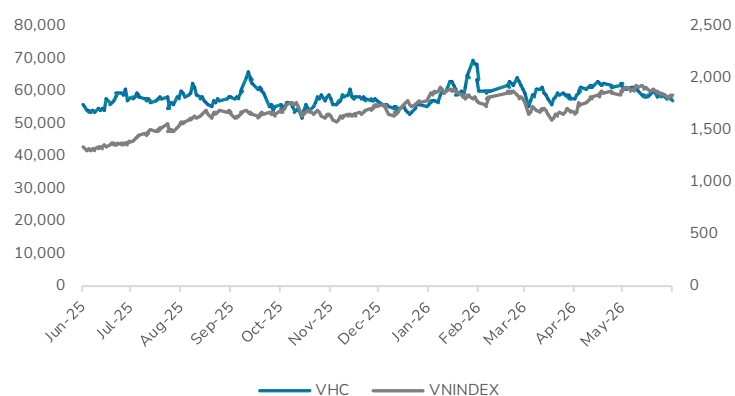
BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC, với giá mục tiêu năm 2027 là **58,100 đồng/cp**, tương ứng upside +17% so với giá đóng cửa ngày 25/09/2026. So với giá mục tiêu 2026 trước đó (68,500 đồng/cp), giá mục tiêu mới thấp hơn 15% do chúng tôi hạ P/E mục tiêu từ 10 lần xuống 7.7 lần (-23%) nhằm phản ánh:

- Sản lượng xuất khẩu và giá bán tại Mỹ, thị trường trọng điểm của VHC, có dấu hiệu suy giảm, khiến tăng trưởng lợi nhuận 2027F chậm lại;
- Mỹ chưa công bố chính sách thuế quan đối với hàng hóa Việt Nam liên quan đến vấn đề "dư thừa công suất";
- Thanh khoản thị trường chung vẫn ở mức thấp.

Upside hiện tại đến chủ yếu từ mức định giá hấp dẫn. Giá cổ phiếu VHC đã giảm 28% so với vùng đỉnh đầu năm, cổ phiếu hiện giao dịch ở P/E forward 2027F là 6.6x, thấp hơn 31% so với mức -1 lần độ lệch chuẩn.

Hình 1: Giá cổ phiếu VHC và VNINDEX

Đơn vị: VND/cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: Định giá P/E của VHC

Đơn vị: Lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

24/09/2026 – HOSE: VHC

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	58,100
Upside:	17%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	49,550
Cổ phiếu LH (Triệu):	209
Vốn hoá (Tỷ VND):	10,378
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.36
Sở hữu nước ngoài:	82.3%

PHỤ LỤC: BẢNG TÓM TẮT KQKD Q2/2026 VÀ 6T/2026

	Q2/2026	Q2/2025	%YoY	6T/2026	6T/2025	%YoY
Doanh thu thuần	3,394	3,192	6%	6,349	5,840	9%
Giá vốn	-2,691	-2,559	5%	-5,214	-4,870	7%
Lãi gộp	703	633	11%	1,134	971	17%
DT tài chính	52	112	-54%	126	202	-38%
CP tài chính	-35	-5	669%	-61	-62	-1%
Lãi vay	-29	-14	108%	-45	-31	44%
LDLK	0	2		0	2	
CP BH	-72	-62	16%	-136	-115	19%
CP QLDN	-81	-81	-1%	-158	-152	4%
Lãi HĐKD	567	599	-5%	905	846	7%
Lợi nhuận khác, ròng	2	11	-79%	6	18	-68%
LNTT	570	610	-7%	911	864	5%
Thuế TNDN	-72	-71	1%	-127	-114	12%
LNST	498	539	-8%	784	751	4%
CĐTS	23	25	-8%	42	43	-1%
LNST-CĐTS	475	515	-8%	741	708	5%

Chỉ số						
Biên LNG	20.7%	19.8%	+0.9 đpt	17.9%	16.6%	+1.3 đpt
SG&A/DT	4.5%	4.5%	0.0 đpt	4.6%	4.6%	+0.1 đpt
Biên LNR	14.0%	16.1%	-2.1 đpt	11.7%	12.1%	-0.4 đpt

Nguồn: BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

24/09/2026 – HOSE: VHC

KHUYẾN NGHỊ: **MUA**

Giá mục tiêu: **58,100**

Upside: **17%**

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 49,550

Cổ phiếu LH (Triệu): 209

Vốn hoá (Tỷ VND): 10,378

Thanh khoản 30n (Triệu): 0.36

Sở hữu nước ngoài: 82.3%

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

Phan Quốc Bửu

Quyền phụ trách Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Buupq@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô – Thị Trường
Khoabn@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Quyền phụ trách Nhóm ngành và Doanh nghiệp
Ngành – Doanh nghiệp
Tuntc@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpq@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

Lưu Thuỳ Linh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Linhlt2@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 Nguyên 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.

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

