

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HSX: VHC)

Kỳ vọng chiếm lại thị phần đã mất

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY26	Q1-FY25	+/- svqt	Q2-FY25	+/- svck
Doanh thu thuần	3.444	2.955	17%	3.192	8%
LNST-CĐM	469	266	76%	515	-9%
EBIT	549	279	97%	609	-10%
Tỷ suất EBIT	16%	9%	+649 bps	19%	-313 bps

Nguồn: VHC, CTCK Rong Việt

Q2-FY26: Nhu cầu tại Mỹ sụt giảm ảnh hưởng lên lợi nhuận

- Trong Q2/2026, doanh thu thuần đạt 3.444 tỷ đồng (+8% svck), ghi nhận tăng trưởng tại hầu hết các mảng (phụ phẩm, sản phẩm GTGT, Sa Giang) và các thị trường chính (Mỹ, EU, Trung Quốc, khác), ngoại trừ mảng C&G (-26% svck) và thị trường nội địa (-1% svck). Riêng mảng cá tra xuất khẩu giữ quy mô ổn định khi giá bán trung bình tăng 11% svck bù đắp cho sản lượng giảm 9% svck. Nhờ giá xuất khẩu tăng tốt trong khi chi phí nguyên liệu đầu vào tăng nhẹ (giá thức ăn thủy sản tăng 6% svck), biên lợi nhuận gộp Q2 được mở rộng lên mức 21% (so với 20% cùng kỳ và 15% quý trước).
- Mặc dù biên gộp cải thiện, LNST công ty mẹ Q2/2026 vẫn giảm 8,9% svck xuống 469 tỷ đồng. Nguyên nhân chính do doanh thu tài chính giảm 54% svck (tỷ giá USD/VND Q2/2026 ít biến động khiến lãi chênh lệch tỷ giá thu hẹp) kết hợp với chi phí tài chính tăng vọt (+661% svck, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng 108% svck) và chi phí bán hàng tăng 16% svck.
- Lũy kế 6T2026, doanh thu thuần và LNST công ty mẹ đạt lần lượt 6.399 tỷ đồng (+10% svck) và 735 tỷ đồng (+4% svck). Doanh thu thuần và LNST đạt 45%/46% kế hoạch công ty.

Triển vọng FY26-30: Kỳ vọng chiếm lại thị phần tại thị trường Mỹ

- Doanh thu Q3/2026 ước đạt khoảng 3.382 tỷ đồng (+4% svck, -2% svqt), chủ yếu giá bán trung bình tăng lên 3,1 USD/kg (+9% svck) dù sản lượng giảm 5% do nhu cầu Mỹ yếu (tồn kho cao, người tiêu dùng tiết kiệm) cùng áp lực thuế 301 và giá cước vận tải tăng gấp đôi. Giá bán được hỗ trợ bởi nguồn cung cá biển sụt giảm và chi phí nguyên liệu tăng (bột cá +73% lên 2.600 USD/tấn, bã đậu tương +34% lên 329 USD/tấn), trong khi giá cá mua ngoài tăng chậm hơn do nhu cầu thu mua giảm và giá cá giống ổn định nhờ thời tiết thuận lợi; các mảng phụ phẩm và Sa Giang (SGC) đóng góp tích cực còn C&G tiếp tục suy giảm.
- Biên gộp Q3/2026 cải thiện lên 20% nhờ giá bán tăng và bán hàng tồn giá rẻ, dù chi phí bán hàng tăng mạnh vì cước vận tải; từ đó LNST công ty mẹ đạt khoảng 442 tỷ (+2% svck, -6% svqt) với biên LNST duy trì 13% (+61 điểm cơ bản svck).
- Năm 2026, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu từ 12.452 tỷ đồng lên 12.935 tỷ đồng nhờ kết quả mảng phụ phẩm và sản phẩm giá trị gia tăng trong nửa đầu năm tốt hơn kỳ vọng; tuy nhiên LNST vẫn giữ nguyên quanh mức 1.530 tỷ đồng do thu nhập tài chính giảm và chi phí bán hàng tăng trước áp lực giá cước vận tải.
- Sang giai đoạn 2027-2030, cả doanh thu và LNST được điều chỉnh tăng chủ yếu dựa trên kỳ vọng doanh nghiệp sẽ mở rộng thị phần cá tra tại Mỹ nhờ mức thuế chống bán phá giá thấp hơn so với các đối thủ như Biển Đông, IDI và Thủy sản NTSF.
- Từ đó, tổng doanh thu thuần 2026/2027 ước tính đạt 12.935/13.984 tỷ đồng (tăng trưởng 8% mỗi năm) và LNST CTM ước tính đạt 1.529/1.751 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 8% svck và 14% svck. Bên cạnh đó, chúng tôi cập nhật thêm thông tin doanh nghiệp mua lại cổ phiếu quỹ. Từ đó, EPS năm 2026/2027 sau khi điều chỉnh tương ứng đạt 7.159/8.216 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Sau khi báo cáo cập nhật vào tháng 06/2026, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu và LNST giai đoạn 2027-2030 nhờ lợi thế về thuế chống bán phá giá tại Mỹ. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cập nhật lại báo cáo tài chính sau khi doanh nghiệp mua lại cổ phiếu quỹ. Từ đó, giá trị hợp lý được xác định cho cổ phiếu VHC là **76.400 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 14/10/2026 là 54%, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu VHC.

MUA +54%

Giá thị trường (VND)	50.800
Giá mục tiêu (VND)	76.400
Cổ tức tiền kỳ vọng 12 tháng tới	VND 2.000

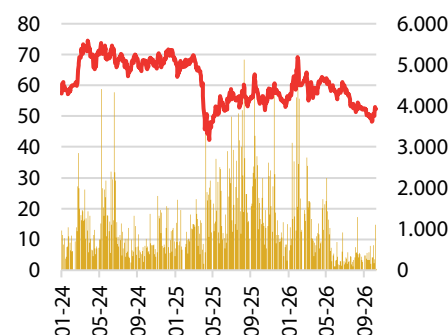
Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thủy sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.640
SLCPDLH (triệu CP)	209
KLGD bình quân 3 tháng (nghìn cp)	327
Free Float (%)	50
Giá cao nhất 52 tuần	69.200
Giá thấp nhất 52 tuần	48.250
Beta	1

	FY2025	Hiện tại
EPS	6.319	6.485
Tăng trưởng EPS (%)	15,7	-3,0
P/E	9,8	8,1
P/B	1,5	1,2
EV/EBITDA	7,4	5,9
ROE (%)	15,5	4,6

Diễn biến giá

KLGD (nghìn cổ - trục phải)
Giá đóng cửa (nghìn VND - trục trái)



Cổ đông lớn (%)

Chủ tịch HĐQT	42,3
Khác	57,7
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	82,4

Phòng Phân tích Ngành Thủy sản

phantich@vdsc.com.vn

Q2-2026: Doanh thu tăng, biên gộp mở rộng nhưng LNST sụt giảm do khoản lợi nhuận tài chính giảm

Doanh thu thuần Q2/2026 đạt 3.444 tỷ đồng, tăng 8% svck nhờ tăng trưởng ở tất cả các mảng ngoại trừ mảng C&G. Cụ thể, mảng cá tra/phụ phẩm/sản phẩm GTGT/khác/SGC tăng trưởng lần lượt 7%/13%/25%/23%/19% trong khi sụt giảm ở mảng C&G tại 26% svck. Mảng cá tra xuất khẩu ước tính theo Tổng cục hải quan duy trì ổn định svck với giá bán tăng 11% svck trong khi sản lượng sụt giảm 9% svck.

Về cơ cấu doanh thu Q2/2026 theo thị trường đều ghi nhận tăng trưởng ngoại trừ thị trường nội địa giảm nhẹ 1% svck. Các thị trường Mỹ/EU/Trung Quốc/khác tăng trưởng lần lượt 8%/15%/3%/19% svck.

Biên gộp đạt 21% và tăng nhẹ so với mức 20% cùng kỳ chủ yếu nhờ giá bán xuất khẩu ước tính tăng 8% svck trong khi giá cá nguyên liệu mua ngoài tương đương cùng kỳ và chi phí cá nguyên liệu tự nuôi tăng nhẹ do giá thức ăn trung bình tăng 6% svck.

Chi phí bán hàng đạt 72 tỷ đồng, tăng 16% svck do chi phí khác tăng. Trong khi đó, chi phí quản lý doanh nghiệp duy trì ổn định svck và đạt 83 tỷ đồng.

Doanh thu tài chính đạt 51,9 tỷ đồng, giảm 54% svck do khoản lãi chênh lệch tỷ giá đã thực hiện sụt giảm 47 tỷ đồng (-66% svck). Nguyên nhân là doanh nghiệp có kỳ thu tiền khoảng 72 ngày, trong khi tỷ giá USD/VND duy trì ổn định trong quý 2/2026 nên khó ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá lớn. Chi phí tài chính đạt 34 tỷ đồng, tăng 661% svck chủ yếu do chi phí lãi vay tăng 108% svck, đạt 30 tỷ đồng. Từ đó, LNST CTM đạt 469 tỷ đồng, giảm khoảng 8,9% svck.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2026 vẫn duy trì tăng trưởng dưới bất ổn Trung Đông

Xung đột Trung Đông đã khiến ngành thủy sản gặp nhiều khó khăn do giá cước vận chuyển và thời gian vận chuyển tăng kèm theo giá thức ăn cá tra trung bình 6T2026 tăng 4% Svck do giá bột cá trung bình tăng 56% và giá bã đậu tương giảm 6% svck. Tuy nhiên, doanh nghiệp vẫn ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong nửa đầu năm 2026. Cụ thể như sau:

Doanh thu thuần đạt 6.399 tỷ đồng (tăng 10% svck) và LNST CTM đạt 735 tỷ đồng (tăng 4% svck). Doanh thu và LNST lũy kế 6T2026 đạt 46%/49% kế hoạch 2026 của doanh nghiệp. Doanh thu tăng chủ yếu nhờ mảng cá tra GTGT/phụ phẩm/Sa Giang tăng lần lượt 41%/15%/18% svck trong khi mảng cá tra tăng 10% svck. Về cơ cấu doanh thu, thị trường Mỹ tăng trưởng svck cao nhất tại 20%, kế tiếp là thị trường khác còn nội địa giảm nhẹ 2% svck.

Về các chỉ tiêu hoạt động, ngày tồn kho đã giảm về 82 ngày từ mức 108 ngày của cùng kỳ cho thấy Công ty giảm bớt hàng tồn kho trước biến động thuế quan theo Điều 301 tại Mỹ. Tuy nhiên, ngày phải thu tăng 12 ngày so với cùng kỳ và tăng nhẹ 2 ngày so với quý trước do ảnh hưởng xung đột Trung Đông khiến thời gian vận chuyển lâu hơn và ngày phải thu dài hơn.

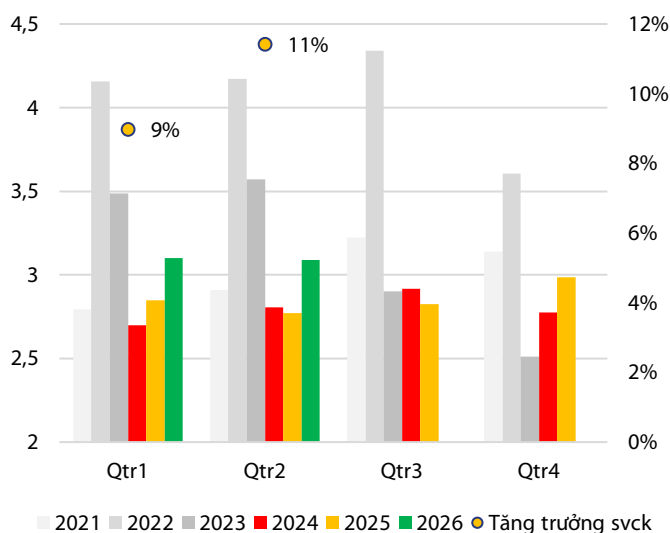
Bảng 1: KQKD Q2/2026 của VHC

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/2026	Q2/2025	+/- (svck)	Q1/2026	+/- (svqt)	6T2026	6T2025	+/- (svck)	% kế hoạch
Doanh thu thuần	3.444	3.192	8%	2.955	17%	6.399	5.840	10%	46%
Doanh thu theo cơ cấu sản phẩm									
- Cá fillet đông lạnh	1.907	1.785	7%	1.546	23%	3.453	3.139	10%	
+Giá trị xuất khẩu (triệu USD) (*)	75	74	1%	57	31%	132	125	5%	
+ Sản lượng cá tra (nghìn tấn) (*)	24	27	-9%	18	32%	43	45	-5%	
+ Giá bán trung bình (USD/kg) (*)	3,09	2,77	11%	3,10	0%	3,09	2,80	10%	
- Cá tra GTGT	45	36	25%	44	2%	89	63	41%	
- Phụ phẩm	509	449	13%	519	-2%	1.028	894	15%	
- C&G	174	236	-26%	198	-12%	372	399	-7%	
- Sa Giang	221	186	19%	191	16%	412	350	18%	
- Khác	486	397	23%	378	29%	864	820	5%	
Doanh thu theo thị trường									
Việt Nam	847	859	-1%	788	7%	1.635	1.676	-2%	
Mỹ	1.242	1.153	8%	957	30%	2.199	1.839	20%	

EU	668	579	15%	542	23%	1.210	1.155	5%
Trung Quốc	191	185	3%	210	-9%	401	402	0%
Khác	495	416	19%	443	12%	938	765	23%
Lợi nhuận gộp	710	633	12%	431	64%	1.141	971	18%
+ Biên gộp	21%	20%	+77 bps	15%	+600 bps	18%	17%	+121 bps
Chi phí bán hàng	(72)	(62)	16%	(64)	13%	(136)	(115)	19%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(83)	(81)	2%	(77)	8%	(161)	(152)	6%
+ Tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu	4,5%	4,5%	+1 bps	4,8%	-27 bps	4,6%	4,6%	+7 bps
Doanh thu tài chính	52	112	-54%	74	-30%	126	202	-38%
Chi phí tài chính	(34)	(5)	661%	(26)	30%	(61)	(62)	-1%
Thu nhập khác	2	11	-79%	4	-34%	6	18	-68%
Lợi nhuận trước thuế	574	610	-6%	341	68%	915	864	6%
Lợi nhuận sau thuế	493	539	-9%	286	73%	779	751	4%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	469	515	-9%	266	76%	735	708	4%
+ Biên LNST CTM	14%	16%	-251 bps	9%	+461 bps	11%	12%	-63 bps

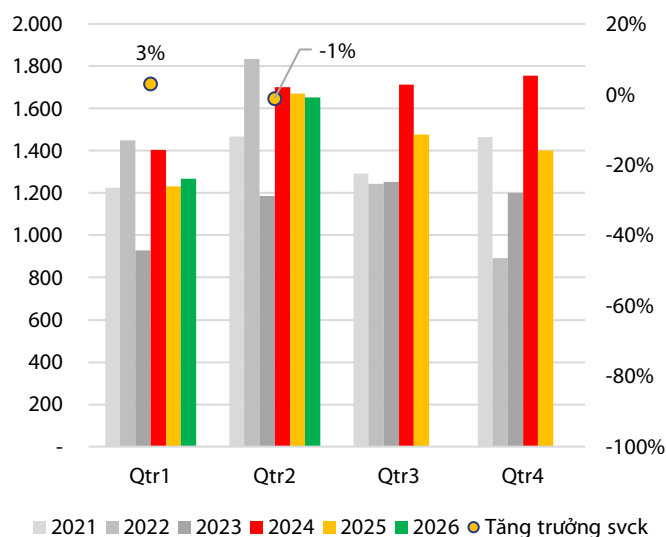
Nguồn: VHC, (*) số liệu ước tính bao gồm HS Code 0304 và 0303 theo TCHQ, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Giá bán trung bình các loại cá tra của VHC (USD/kg, trái) và tăng trưởng (% , phải)



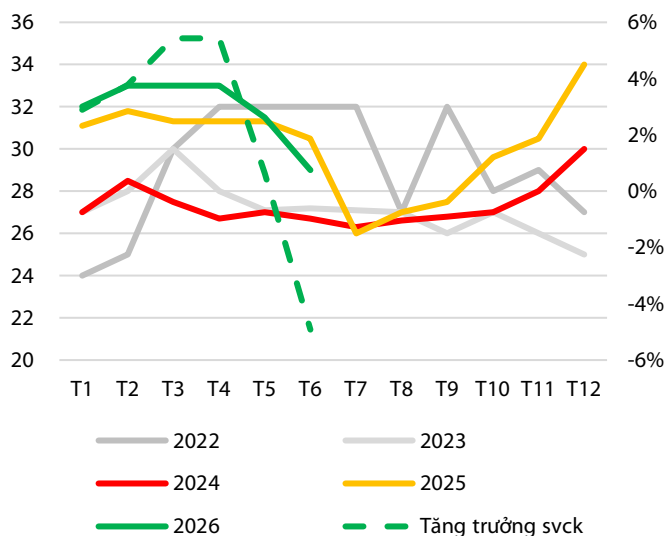
Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

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



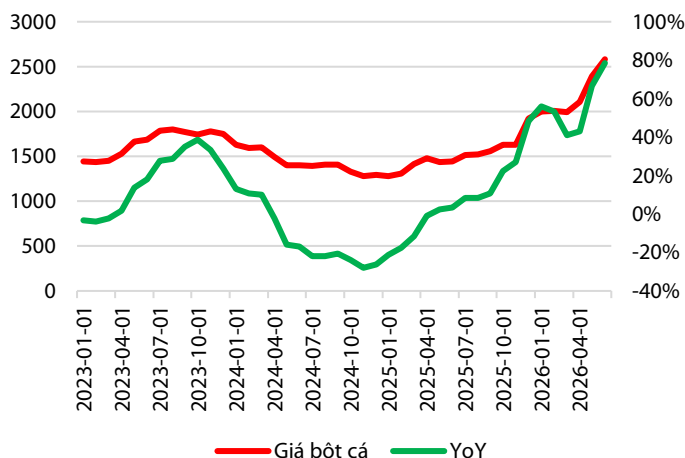
Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giá bán cá tra nguyên liệu (nghìn đồng/kg, trái) và tăng trưởng svck (% , phải)



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá bột cá (USD/tấn, trái) và tăng trưởng svck (% , phải)



Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

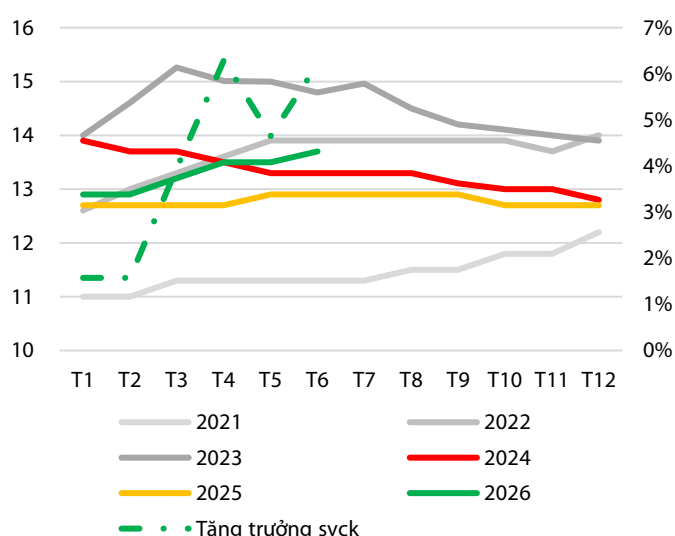
Giá bán thức đẩy đã tăng trưởng Q3/2026

Doanh thu Q3/2026 ước đạt khoảng 3.382 tỷ đồng, tăng 4% svck và giảm nhẹ 2% svqt. Động lực chính đến từ mảng cá fillet đông lạnh đạt khoảng 1.924 tỷ (+4% svck) nhờ giá bán trung bình tăng lên 3,1 USD/kg (+9% svck) trong khi đó sản lượng sụt giảm 5% svck.

Sản lượng tiêu thụ sụt giảm do nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Mỹ yếu. Nhu cầu tại Mỹ giảm do lượng hàng tồn kho cao khi người tiêu dùng có xu hướng tiết kiệm và nấu ăn tại nhà. Bên cạnh đó, mức thuế 301 và giá cước vận chuyển gấp đôi cùng kỳ ảnh hưởng đến khả năng thảo thuận giá bán khi doanh nghiệp đang chịu giá vốn cá nguyên liệu cao và khó có thể bán giá thấp. Giá cước dự kiến chiếm khoảng 6,7% dựa trên giả định giá bán trung bình khoảng 3,1 USD/kg và giá cước khoảng 4,5 nghìn USD/container (+125% svck) và 1 container vận chuyển khoảng 20 tấn cá fillet.

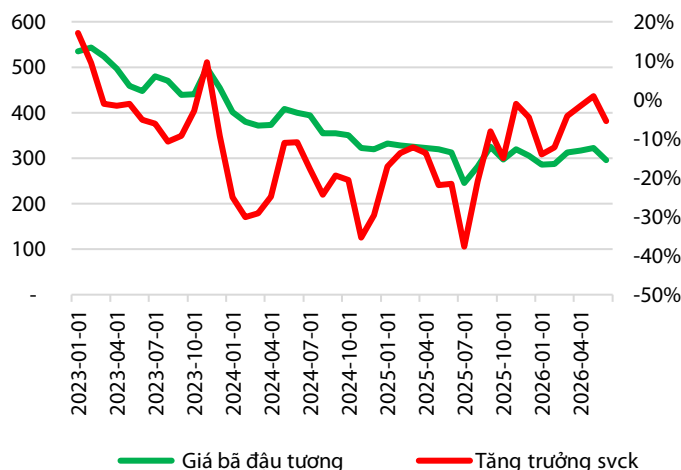
Trong khi đó, giá bán tăng nhờ nguồn cung cá biển sụt giảm và giá vốn cá nguyên liệu tăng. Trong đó, chi phí tự nuôi cá tra nguyên liệu tăng do giá bột cá tăng và giá bã đậu tương tăng. Giá bột cá tháng 7/2026 đang giao dịch khoảng 2.600 USD/tấn (+73% svck) do thiếu

Hình 4: Giá thức ăn cá tra (nghìn đồng/kg, trái) và tăng trưởng svck (% , phải)



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Giá bã đậu tương (USD/tấn, trái) và tăng trưởng svck (% , phải)



Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

nguồn cung bột cá ở Peru và giá đậu tương tháng 7/2026 đạt khoảng 329 USD/tấn (+34% svck) do ảnh hưởng bởi xung đột Trung Đông mặc dù thời tiết thuận lợi.

Tuy nhiên, mức tăng giá cá tra nguyên liệu mua ngoài thấp hơn tự nuôi do nhu cầu thu mua của các doanh nghiệp sụt giảm khi mức thuế cao dẫn đến hạn chế xuất khẩu qua Mỹ. Bên cạnh đó, thời tiết thuận lợi giúp giá cá giống duy trì ổn định svck.

Các mảng phụ phẩm và Sa Giang cũng đóng góp tích cực, trong khi C&G tiếp tục suy giảm do nhu cầu yếu tại EU khi nền kinh tế EU gặp nhiều khó khăn.

Lợi nhuận gộp ước khoảng 686 tỷ đồng (+17% Svck), biên gộp cải thiện lên 20% nhờ giá bán tăng và bán hàng tồn giá rẻ quý trước. Chi phí bán hàng tăng do giá cước vận tải tăng mạnh. Từ đó, LNST CTM ước đạt 442 tỷ đồng, tăng 2% so với cùng kỳ nhưng giảm 6% so với quý trước. Biên LNST CTM duy trì ở mức 13%, cải thiện 61 điểm cơ bản svck nhờ giá bán tăng dù chịu áp lực từ chi phí tài chính tăng và thu nhập tài chính giảm.

Bảng 2: KQKD Q3/2026 của VHC

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/2026F	+/-Svck	+/-Svqt	Giải định
Doanh thu	3.382	4%	-2%	
Cá fillet đông lạnh	1.828	4%	-7%	
+Sản lượng (nghìn tấn)	21	-5%	-15%	Sản lượng sụt giảm do nhu cầu tại thị trường Mỹ giảm. Nhu cầu giảm do lượng hàng tồn kho cao khi người tiêu dùng có xu hướng tiết kiệm và nấu ăn tại nhà. Bên cạnh đó, mức thuế 301 và giá cước cao ảnh hưởng đến khả năng đàm phán giá bán khi doanh nghiệp đang chịu giá vốn cá nguyên liệu cao và khó có thể bán giá thấp.
+Giá bán (USD/kg)	3,1	9%	0%	Giá bán tăng 9% svck do giá cá nguyên liệu tăng 8% svck. Giá cá nguyên liệu kỳ vọng tăng dần do chi phí nuôi như bã đậu nành và bột cá tăng. Bên cạnh đó, giá các loại cá biển cũng tăng mạnh giúp giá bán duy trì mức cao.
Phụ phẩm	608	5%	19%	Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng nhờ thị trường Trung Quốc như giai đoạn 6 tháng đầu năm
C&G	187	-10%	8%	Nhu cầu C&G sụt giảm do nhu cầu yếu ở EU
Sa Giang	194	10%	-12%	Nhu cầu tiêu thụ Sa Giang kỳ vọng tăng trưởng nhờ mảng bún gạo, bánh phở, hủ tiếu và các sản phẩm từ gạo ở các thị trường EU, Mỹ hợp túi tiền
Khác	565	5%	-3%	Kỳ vọng cải thiện nhẹ nhờ mảng trái cây Thành Ngọc
Lợi nhuận gộp	671	15%	-5%	
Biên gộp	20%	+302 bps	-77bps	Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ so với cùng kỳ khi giá bán tăng 9% svck và doanh nghiệp bán hàng tồn kho giá rẻ quý trước
Chi phí quản lý và bán hàng	157	7%	1%	Kỳ vọng chi phí bán hàng tăng 15% Svck do chi phí cước vận tải tăng mạnh. Trong khi đó, chi phí quản lý doanh nghiệp tăng duy trì ổn định so với cùng kỳ tương tự Q2/2026 khi doanh nghiệp tối ưu chi phí.
Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu	5%	+15 bps	+12 bps	
EBIT	509	19%	-7%	
Thu nhập tài chính	60	-48%	16%	Sụt giảm do khoản tiền gửi giảm 24% svck và tỷ giá ổn định trong Q3/2026 khiến thu nhập từ chênh lệch tỷ giá giảm
Chi phí tài chính	35	58%	1%	Do khoản vay tăng 24% svck kèm theo lãi suất vay tăng 70 bps svck
LNTT	541	1%	-6%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	22	0%	-7%	
LNST CTM	442	2%	-6%	
Biên LNST CTM	13%	+61 bps	-53bps	

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

TRIỂN VỌNG NĂM 2026-2030: KỲ VỌNG QUAY TRỞ LẠI THỜI VINH QUANG

Đối với năm 2026, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu từ 12.452 tỷ đồng lên 12.935 tỷ đồng, tương đương tăng 3,8% do doanh thu các mảng phụ phẩm, Sa giang, GTGT trong nửa đầu năm 2026 tốt hơn dự phóng. Tuy nhiên, LNST giữ nguyên quanh 1.530 tỷ đồng do thu nhập từ khoản tài chính giảm kèm theo chi phí bán hàng tăng do giá cước tăng cao.

Giai đoạn 2027-2030, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu và LNST chủ yếu kỳ vọng doanh nghiệp chiếm thị phần tiêu thụ cá tra tại Mỹ khi mức thuế chống bán phá giá thấp hơn các đối thủ cạnh tranh như Biển Đông, IDI, Thủy sản NTSF. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng thị phần tiêu thụ tại thị trường Mỹ giai đoạn 2027-2030 sẽ quay về giai đoạn 2021-2022 khoảng 46-47% trong khi các giả định khác gần như giữ nguyên.

Bảng 3: Mức thuế CBPG tại Mỹ qua các giai đoạn

Mức thuế CBPG (USD/kg) cho các giai đoạn	POR 19	POR 20	POR 21	Thị phần sản lượng xuất khẩu sang Mỹ (%)
Thời gian	1/8/2021-31/7/2022	1/8/2022-31/7/2023	1/8/2023-31/7/2024	
VHC và công ty liên quan	0 USD/kg	0 USD/kg	0 USD/kg	45%-50%
ANV	0 USD/kg	0 USD/kg	0,84 USD/kg	1-2%
IDI	0,18 USD/kg	0.18 USD/kg	0,18 USD/kg	N.A
Biển Đông	0,14 USD/kg	0 USD/kg	1 USD/kg (cao nhất từ POR 15 đến nay)	15%-18%
CTCP Thủy sản NTSF	0 USD/kg	0 USD/kg	0,38 USD/kg	8-9%
Công ty XNK Thủy sản Cần Thơ (Caseamex)	0,18 USD/kg	0 USD/kg	0,84 USD/kg	4-5%
Khác	2,38 USD/kg	2,38 USD/kg	2,38 USD/kg	Bao gồm 126 công ty với thị phần 4-5%

Nguồn: Fred, CTCK Rong Việt

Bảng 4: Dự phóng Kết quả kinh doanh của VHC giai đoạn 2026-30

						Tăng trưởng so với cùng kỳ				
Đơn vị: Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	12.993	14.046	14.873	15.625	16.258	8%	8%	6%	5%	4%
+Fillet đông lạnh	6.816	7.379	7.791	8.147	8.498	7%	8%	6%	5%	4%
- Sản lượng (nghìn tấn)	88	93	95	98	99	3%	6%	3%	2%	2%
- Giá bán (USD/kg)	2,88	2,94	2,99	3,05	3,10	1%	2%	2%	2%	2%
+Phụ phẩm	2.148	2.326	2.456	2.568	2.550	10%	8%	6%	5%	-1%
+C&G	861	927	998	1.074	1.156	10%	8%	8%	8%	8%
+SGC	804	875	954	1.041	1.138	8%	9%	9%	9%	9%
+Cá tra GTGT	162	167	172	177	182	20%	3%	3%	3%	3%
+Khác	2.201	2.372	2.503	2.619	2.734	6%	8%	6%	5%	4%
Doanh thu thuần	12.935	13.984	14.808	15.557	16.187	8%	8%	6%	5%	4%
Lợi nhuận gộp	2.276	2.571	2.855	3.031	3.170	12%	13%	11%	6%	5%
Biên gộp	17,6%	18,4%	19,3%	19,5%	19,6%	+63 bps	+79 bps	+90 bps	+20 bps	10 bps
- Biên gộp cá tra & Khác	16%	17%	18%	18%	18%	+153 bps	+92 bps	+104 bps	16 bps	2 bps
+ Giá bán sau tỷ giá (nghìn VND/kg)	75,1	76,9	78,7	80,6	82,4	4%	2%	2%	2%	2%

						Tăng trưởng so với cùng kỳ				
Đơn vị: Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
+ Giá vốn cá tra (nghìn VND/kg)	28	28	28	29	29	3%	1%	1%	2%	1%
- Biên gộp C&G	38%	38%	38%	38%	38%	-200 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps
- Biên gộp SGC	27%	26%	26%	26%	26%	-310 bps	-33 bps	-72 bps	+16 bps	+16 bps
Chi phí BH&QLDN	621	699	740	778	809	10%	13%	6%	5%	4%
Tỷ lệ BH&QLDN/doanh thu	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	+10 bps	+20 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps
EBITDA	2.071	2.317	2.592	2.760	2.898	7%	12%	12%	6%	5%
Thu nhập tài chính	271	289	308	354	435	7%	7%	6%	15%	23%
LNTT	1.771	2.028	2.329	2.527	2.711	2%	15%	15%	8%	7%
LNST CTM	1.529	1.751	2.010	2.180	2.339	8%	14%	15%	8%	7%
Biên LNST CTM	12%	13%	14%	14%	14%	+3 bps	+70 bps	+105 bps	+44 bps	+43 bps

Nguồn: CTCK Rong Viet

Bảng 5: Dự phóng sản lượng và thị phần của VHC giai đoạn 2026-27

									Tăng trưởng					
Mục lục	Thị trường	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng sản lượng VHC xuất khẩu		98	86	88	93	95	98	99	-13,1%	2,6%	5,5%	3,1%	2,1%	1,9%
Sản lượng xuất khẩu vào các thị trường	Mỹ	52,0	45,6	42,6	47,4	50,2	51,0	51,6	-12,3%	-6,5%	11,2%	6,0%	1,6%	1,1%
	EU	10,4	12,0	17,0	15,8	14,6	14,6	14,6	15,4%	40,9%	-6,9%	-7,4%	-0,1%	-0,1%
	TQ	14,9	8,1	8,1	8,2	8,2	8,3	8,3	-45,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,6%
	Khác	21,1	19,8	20,0	21,2	22,4	23,7	24,9	-6,3%	1,2%	5,9%	5,7%	5,5%	5,3%
Thị phần sản lượng cá fillet của VHC/tổng cá tra Việt Nam xuất khẩu vào	Mỹ	44,9%	42,2%	42,2%	46,2%	48,2%	48,2%	48,2%	-266 bps	+0 bps	+400 bps	+200 bps	+0 bps	+0 bps
	EU	12,0%	14,1%	14,6%	13,6%	12,6%	12,6%	12,6%	+217 bps	+50 bps	-100 bps	-100 bps	+0 bps	+0 bps
	TQ	5,3%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	-235 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps	+0 bps
	Khác	5%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	+82 bps	+20 bps	+20 bps	+20 bps	+20 bps	20 bps
Giá bán cá tra		2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	3,1	2%	1%	2%	2%	2%	2%

Nguồn: ITC, CTCK Rong Viet

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu từ **73.300 đồng/cp** lên **76.400 đồng/cp**, tương đương tăng 4% do điều chỉnh tăng doanh thu và LNST giai đoạn 2027-2030 nhờ thị phần tiêu thụ của VHC tại Mỹ tăng khi VHC có lợi thế chống bán phá giá so với đối thủ cạnh tranh. Bên cạnh đó, chúng tôi cập nhật thêm thông tin mua lại cổ phiếu quỹ. Giá mục tiêu với P/E điều chỉnh sau khi mua lại cổ phiếu quỹ 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 54%, chúng tôi duy trì khuyến nghị lên **MUA** đối với VHC.

Bảng 6: ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,6%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	15.072
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,5%	+ Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá	4.492
Lãi suất phi rủi ro	4,5%	- Nợ	-2.479
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	17.084
Beta	1	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	224,45
Exit EV/EBITDA	5	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	81.566

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của VHC trên mỗi Cổ phiếu theo phương pháp FCFF (đồng/cổ phiếu)

WACC	EVEBITDA					
		3,0	4,0	5,0	6,0	7,0
	11%	68.304	77.251	86.199	95.146	104.094
	12%	66.615	75.223	83.831	92.438	101.046
	13%	64.999	73.282	81.566	89.849	98.133
	14%	63.451	71.425	79.399	87.373	95.348
	15%	61.968	69.647	77.326	85.004	92.683

Nguồn: CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ BẰNG PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH (P/E)

Bảng 8: 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/ SGC 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 9: 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	7.159	56.980	64.139	71.298	78.457 85.616
	2027F	8.216	65.392	73.608	81.824	90.040 98.255

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
- SoTP	10,0 71.298	50%	35.649
+ SGC	13,0 9.358		
+ C&G	13,0 13.051		
+ Cả tra	8,0 48.889		
-5Y DCF (WACC: 12,6%; EV/EBITDA: 5x)	81.566	50%	40.783
Giá mục tiêu			76.400
Cổ tức tiền mặt trong 1 năm tới			2.000

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Phụ lục
Bảng 9: Kết quả kinh doanh Q2/2026

(Tỷ đồng)	Q1/2026	Q4/2025	+/- (svqt)	Q1/2025	+/- (svck)
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%	144	-2%
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	128	130	-2%	126	2%
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 Rông Việt

Bảng 10: Phân tích HĐKD Q2/2026

Chỉ tiêu	Q2/2026	Q1/2026	+/- (svqt)	Q2/2025	+/- (svck)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	21%	15%	+600 bps	20%	+77 bps
EBITDA/Doanh thu	20%	14%	+581 bps	20%	+9 bps
EBIT/Doanh thu	16%	9%	+649 bps	16%	+31 bps
TS lợi nhuận ròng	14%	9%	+461 bps	16%	-251 bps
Hiệu quả hoạt động (ngày)					
- Ngày tồn kho	100	101	(1)	108	(9)
- Ngày phải thu	72	70	2	60	12
- Ngày phải trả	15	14	1	17	(2)
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	28%	25%	+280 bps	24%	+358 bps

Nguồn: VHC, CTCK Rông Việt

KQ HKKD	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	Bảng CĐKT	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	12.535	12.021	12.935	13.984	Tiền	570	2.008	2.161	2.336
Giá vốn	10.644	9.981	10.659	11.413	Đầu tư ngắn hạn	2.340	2.377	2.377	2.570
Lãi gộp	1.891	2.040	2.276	2.571	Khoản phải thu	2.207	1.985	2.126	2.222
Chi phí bán hàng & QLDN	639	565	621	699	Hàng tồn kho	2.911	2.785	2.920	3.158
Thu nhập từ HĐTC	428	361	271	289	Tài sản ngắn hạn khác	213	167	179	194
Chi phí tài chính	73	54	93	66	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	1.771	2.025	Đầu tư dài hạn	69	56	56	56
Thuế TNDN	186	243	246	282	Tài sản dài hạn khác	4.008	4.086	4.577	4.578
Lợi ích cổ đông thiểu số	77	89	113	81	Tổng tài sản	12.249	13.408	14.341	15.059
Lợi nhuận sau thuế	1.234	1.418	1.529	1.748	Khoản phải trả	272	328	438	469
EBIT	1.104	1.420	1.598	1.810	Vay và nợ ngắn hạn	3.193	3.311	3.996	3.325
EBITDA	1.583	1.931	2.071	2.317	Vay và nợ dài hạn	54	52	37	46
				%	Tổng nợ	3.247	3.363	4.033	3.371
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	Vốn đầu tư của CSH	2.245	2.245	2.095	2.095
Tăng trưởng (%)					Lợi nhuận giữ lại	6.175	7.103	8.184	9.483
Doanh thu	25%	-4%	8%	8%	Thặng dư vốn cổ phần	264	264	(517)	(517)
EBITDA	23%	22%	7%	12%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	319	434	547	628
Lợi nhuận sau thuế	34%	15%	8%	14%	Tổng vốn chủ	9.002	10.045	10.308	11.688
Tổng tài sản	0%	0%	0%	0%					
Vốn chủ sở hữu	0%	0%	0%	0%					
Khả năng sinh lợi (%)					Chỉ số định giá	2023A	2024A	2025F	2026F
LN gộp/Doanh thu	15%	17%	18%	18%	EPS (đồng)	5.496	6.319	7.159	8.203
EBITDA/Doanh thu	13%	16%	16%	17%	P/E (x)	14,8	11,0	10,7	9,3
EBIT/Doanh Thu	9%	12%	12%	13%	BV (đồng)	38.685	42.820	46.603	52.807
LNST CTM/Doanh thu	10%	12%	12%	13%	P/B (x)	1,6	1,6	1,6	1,4
ROA	10%	11%	11%	12%	DPS (đồng/cp)	2.000	2.000	2.000	2.000
ROE	10%	11%	11%	12%	Tỷ suất cổ tức (%)	3,8%	3,5%	2,9%	3,6%
Hiệu quả hoạt động				(ngày)	MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân	
Ngày phải thu	64	60	60	58	SoTP	71.297	50%	35.649	
Ngày tồn kho	100	102	100	101	DCF	81.611	50%	40.806	
Ngày phải trả	9	12	15	15	Giá mục tiêu (đồng)		100%	76.400	
Khả năng thanh toán				(lần)	LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá	Khuyến nghị	Thời gian	
Hiện hành	2,6	2,8	2,4	3,2	09/2024	76.400	TÍCH LŨY	Dài hạn	
Nhanh	1,6	1,9	1,7	2,1	11/2025	73.300	MUA	Dài hạn	
Cấu trúc tài chính (%)					06/2026	72.500	MUA	Dài hạn	
Tổng Nợ / VCSH	27%	25%	28%	22%	09/2026	76400	MUA	Dài hạn	
Tổng Vay/Tài sản	19%	15%	19%	13%					
Tồn Vay/VCSH	25%	20%	26%	16%					

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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)

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên cao cấp

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên cao cấp

trang.th@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Ngân hàng

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.**