# Báo cáo cổ phiếu: VHC

## Q3/2026 giảm vì thu nhập tài chính co lại, không vì cá tra; Trung Quốc giảm do VHC chủ động; P/B gần đáy lịch sử

**CTCP Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC)** · nuôi, chế biến, xuất khẩu cá tra; collagen, phụ phẩm, Sa Giang · BCTC hợp nhất đến Q2/2026, doanh thu sơ bộ đến 09/2026, dự báo Q3, Q4 và năm 2026 · dữ liệu chốt 18/10/2026 · giá tham chiếu 50,6 nghìn đ (16/10/2026) · Phát hành bởi **AAS Research**

| LNST cổ đông mẹ 6T/2026 | Doanh thu 9T/2026 (sơ bộ) | Doanh thu Mỹ Q3/2026 | Tài chính thuần 6T/2026 | P/B hiện tại | LNST cổ đông mẹ 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **741** tỷ đồng · **+5%** | **9.667** tỷ đồng · **+6%** | **856** tỷ đồng · **–16%** | **65** tỷ đồng · cùng kỳ 140 | **1,13x** phân vị 3% từ 2018 | **1.416** tỷ đồng · kế hoạch 1.600 |

**GÓC NHÌN AAS RESEARCH**
**TÍCH LŨY**

| Giá hiện tại | Giá trị hợp lý (cơ sở) | Vùng kịch bản | LNST cổ đông mẹ Q3/2026F |
|---|---|---|---|
| **50,6 nghìn đ** | **62,5 nghìn đ (+24%)** | **51,4 – 77,1 nghìn đ** | **363 tỷ đ (–16%)** |

**P/E trượt · P/B**
**7,3x · 1,13x**

**Tích lũy từng phần trong vùng 45–52 nghìn đ, chia 2–3 lần quanh BCTC Q3/2026.** Kịch bản thận trọng cho giá trị 51,4 nghìn đ, xấp xỉ giá hiện tại, nên rủi ro giảm giá từ định giá là thấp; lợi nhuận Q3 giảm đã được dự báo. **Nâng lên MUA** nếu biên gộp Q3 ≥ 18% và phải thu Coast Beacon không tăng tiếp. **Hạ xuống THEO DÕI** nếu phải thu bên liên quan hoặc tạm ứng đất tiếp tục tăng mà không có giải trình.

### KẾT LUẬN

VHC vẫn là doanh nghiệp cá tra có vị thế tốt nhất ở Mỹ: thuế chống bán phá giá bằng 0 trong khi đối thủ chịu 0,38–1,00 USD/kg. Biên gộp lõi (bỏ dự phòng tồn kho) đi lên từ 14% (6T/2025) lên 17–18% (2026) theo giá nhập khẩu Mỹ. Lợi nhuận 2026 đi ngang không phải vì cá tra yếu đi, mà vì thu nhập tài chính co lại: tiền gửi giảm sau mua cổ phiếu quỹ, lãi tỷ giá gần như hết, lãi vay tăng.

Doanh thu Trung Quốc giảm là lựa chọn của VHC, chuyển hàng sang Mỹ, châu Âu, nơi giá cao hơn; ngành cá tra sang Trung Quốc vẫn tăng. Điểm cần theo dõi là chất lượng dòng tiền: phải thu bên liên quan Coast Beacon và tiền tạm ứng mua đất qua nhân viên cùng tăng mạnh trong 6T/2026.

### CÁ TRA, PHỤ PHẨM

**6.822** tỷ DT 9T · +7%

- Thuế CBPG Mỹ 0; đối thủ 0,38–1,00 USD/kg
- Mỹ Q3 –16%; châu Âu +21%
- Trung Quốc T9 còn 14 tỷ: VHC chủ động

### COLLAGEN, SA GIANG, KHÁC

**512** tỷ collagen 9T · –16%

- Collagen giảm do tồn kho châu Âu, giá Ấn Độ
- Sa Giang 9T 599 tỷ (+14%)
- Đầu tư 2026: 1.520 tỷ (Feed One, Hoàn Ngọc)

### TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ

**684** tỷ tiền ròng 30/06/2026

- Mua, hủy 15 triệu CP quỹ (930,5 tỷ)
- Phải thu Coast Beacon 1.358 tỷ
- P/B 1,13x, phân vị 3% từ 2018

**TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH**

1. **6T/2026 tăng nhẹ nhờ hoàn nhập dự phòng:** doanh thu 6.349 tỷ (+9%), LNST cổ đông mẹ 741 tỷ (+5%), đạt 46% kế hoạch 1.600 tỷ. Biên gộp Q2 20,7% có 82 tỷ hoàn nhập dự phòng tồn kho; bỏ khoản này còn 18,3%.
2. **Doanh thu 9T/2026 9.667 tỷ (+6%, số sơ bộ của doanh nghiệp), mới đạt 69% kế hoạch 14.000 tỷ.** Q3/2026 3.285 tỷ: ngang số tháng cùng kỳ nhưng thấp hơn 5% so với doanh thu BCTC Q3/2025.
3. **Thị trường Mỹ chững lại trong Q3:** doanh thu Mỹ Q3 856 tỷ (−16%), sau khi Mỹ áp Section 301 12,5% từ 24/07/2026; tháng 9 hồi lại +22%. Châu Âu (+21%) và thị trường khác (+15%) bù phần thiếu.
4. **Trung Quốc giảm là do VHC chủ động, không phải do thị trường:** cá tra Việt Nam sang Trung Quốc 8T/2026 vẫn +29%, nhưng doanh thu Trung Quốc của VHC năm 2025 −33% và tháng 9/2026 chỉ còn 14 tỷ. BCTN 2025 nêu ba lý do: VHC ưu tiên thị trường giá cao (Mỹ 3,3 so với Trung Quốc 2,7 USD/kg), Trung Quốc không chấp nhận giá mới, thiếu cá cỡ hợp thị trường này. Trung Quốc chỉ chiếm 6,9% doanh thu 9T.
5. **Khoản đầu tư tài chính co lại, kéo lợi nhuận tài chính xuống:** tiền và tiền gửi giảm từ 4,42 xuống 3,15 nghìn tỷ trong 6T/2026 (mua 15 triệu cổ phiếu quỹ 930,5 tỷ rồi hủy); vay tăng lên 2,47 nghìn tỷ. Tài chính thuần 6T/2026 65 tỷ so với 140 tỷ cùng kỳ, chủ yếu vì lãi tỷ giá giảm 79 tỷ. Danh mục chứng khoán chỉ 44,5 tỷ (DXS, NLG, quỹ VCBF).
6. **Dự báo:** LNST cổ đông mẹ Q3/2026 cơ sở 363 tỷ (−16%), khoảng 232–478 tỷ; cả năm 2026 1.416 tỷ (thận trọng 1.146, tích cực 1.614), bằng 89% kế hoạch. Tài chính thuần là khoản giảm lớn nhất so với Q3/2025 (−86 tỷ).
7. **Lợi thế Mỹ còn nguyên và lớn thêm:** VHC được loại khỏi lệnh chống bán phá giá từ 01/08/2021; kết quả POR21 (13/08/2026) đẩy mức của đối thủ lên 0,38–1,00 USD/kg. Section 301 12,5% áp cho mọi doanh nghiệp Việt Nam nên không làm mất lợi thế tương đối.
8. **Chất lượng lợi nhuận cần theo dõi:** dòng tiền kinh doanh 6T/2026 gần bằng 0 do phải thu Coast Beacon (bên liên quan của Chủ tịch) tăng 399 tỷ lên 1.358 tỷ; tạm ứng cho nhân viên để nhận chuyển nhượng đất tăng từ 199 lên 404 tỷ. Các khoản đã biết số và đối tác, nhưng chưa rõ mục đích sử dụng đất.
9. **Định giá rẻ so với lịch sử:** P/B 1,13x, thấp hơn 97% số phiên từ 2018; P/E trượt 7,3x. Giá trị hợp lý cơ sở 62,5 nghìn đ (+24%); kịch bản thận trọng 51,4 nghìn đ, gần giá hiện tại.
10. **Mốc quyết định:** BCTC Q3/2026 (khoảng 20/10: biên gộp, dự phòng tồn kho, lãi tỷ giá), bản tin tháng 10 (Mỹ, Trung Quốc), phải thu Coast Beacon, khoản tạm ứng đất, và kết quả sơ bộ POR22.

## Dữ liệu tài chính và vận hành theo quý

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q2/2025 | Q3/2025 | Q4/2025 | Q1/2026 | Q2/2026 | Nguồn |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Doanh thu thuần** | **3.192** | **3.471** | **2.710** | **2.955** | **3.394** | **BCTC** |
| trong đó Mỹ (sơ bộ) | 1.153 | 1.022 | – | 957 | 1.242 | Bản tin IR |
| trong đó Trung Quốc (sơ bộ) | 185 | 225 | – | 210 | 191 | Bản tin IR |
| Biên gộp | 19,8% | 16,8% | 17,9% | 14,6% | 20,7% | BCTC |
| Dự phòng tồn kho trong giá vốn | −179 | 0 | 103 | 31 | −82 | TM giá vốn |
| Tài chính thuần | 108 | 94 | 17 | 47 | 17 | BCTC |
| **LNST cổ đông mẹ** | **514,8** | **433,0** | **277,4** | **266,2** | **475,2** | **BCTC** |
| Tiền + đầu tư ngắn hạn | 3.088 | 4.355 | 4.348 | 4.002 | 3.103 | BCĐKT |
| Vay | 1.870 | 1.989 | 2.046 | 2.300 | 2.470 | BCĐKT |
| Giá NK fillet Mỹ (USD/kg) | 2,94 | 2,95 | 3,10 | 2,85 | 3,09 | NOAA |

Nguồn: BCTC hợp nhất VHC; bản tin IR hằng tháng (doanh thu sơ bộ theo thị trường); NOAA Fisheries. AAS tổng hợp.

# 1 Mô hình kinh doanh: chuỗi khép kín cá tra, lợi thế lớn nhất là thuế chống bán phá giá Mỹ bằng 0

### Mô hình kinh doanh

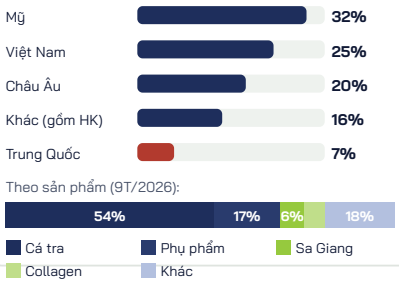
**KHÁCH HÀNG**

- Mỹ: nhà phân phối Coast Beacon (công ty liên quan của Chủ tịch), 31% DT 6T/2026
- Nhà nhập khẩu châu Âu, Trung Quốc, Nhật, Trung Đông, Mỹ Latin
- Nội địa: phụ phẩm, bánh Sa Giang, thức ăn

**ĐỊNH VỊ GIÁ TRỊ**

- Chuỗi khép kín giống → thức ăn → nuôi → chế biến
- Duy nhất có thuế chống bán phá giá Mỹ 0 USD/kg
- Tận dụng phụ phẩm: collagen, gelatin

**DOANH THU 9T/2026: 9.667 TỶ (SƠ BỘ)**




**CÁC MẢNG (công ty con, tỷ lệ sở hữu)**

| Cá tra | Collagen | Sa Giang | Feed One | Thành Ngọc |
|---|---|---|---|---|
| mẹ + 3 nhà máy | 100%, ~1.000 tỷ/năm | 76,72%, ~800 tỷ | 75%, thức ăn | 81,6%, trái cây |

**NGUỒN LỰC THEN CHỐT**

- Thuế CBPG Mỹ 0 (thu hồi lệnh từ 01/08/2021); vùng nuôi, giống, thức ăn
- Tiền và tiền gửi 3,15 nghìn tỷ; vay 2,47 nghìn tỷ (30/06/2026)

**CẤU TRÚC CHI PHÍ (2025)**

- Nguyên vật liệu 75% chi phí SX theo yếu tố; nhân công 9%
- CPBH 2,1% DT; QLDN 2,6% DT; khấu hao 484 tỷ (4,0% DT)

Nguồn: bản tin IR hằng tháng (doanh thu sơ bộ 9T/2026); BCTN 2025; tài liệu ĐHĐCĐ 2026; BCTC soát xét 6T/2026 (công ty con, bên liên quan, tài sản sinh học); AAS tổng hợp.

### Chuỗi giá trị: VHC tham gia cả sáu khâu

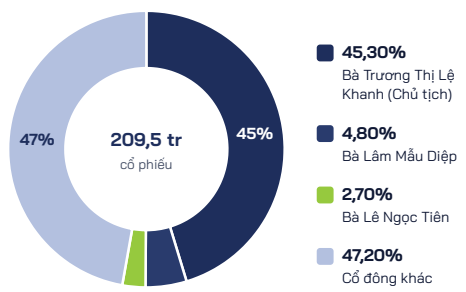
Hoạt động  Ô xanh: khoản mục BCTC chịu ảnh hưởng

| 1 Giống | 2 Thức ăn | 3 Nuôi | 4 Chế biến | 5 Phụ phẩm, collagen | 6 Phân phối |
|---|---|---|---|---|---|
| Giống cá tra Vĩnh Hoàn (99,33%)<br>Thiếu giống 2025; giá giống T10/26 ~58.000 đ/kg | Feed One (75%)<br>Nâng lên 550.000 tấn/năm, chạy Q4/2026 | Tự chủ ~75% nguyên liệu<br>Mua ngoài ~25% theo giá thị trường | Vĩnh Hoàn, Thanh Bình ĐT, Vĩnh Phước<br>Thuế CBPG Mỹ: 0 USD/kg | Phụ phẩm 17% DT 9T/26<br>Collagen–gelatin 5%, biên cao | Mỹ qua Coast Beacon (bên liên quan)<br>EU, TQ, thị trường khác, nội địa |
| Tồn kho, TSSH | Giá vốn; CĐKKS 25% | TSSH 1.060 tỷ (06/26) | Biên gộp, khấu hao | DT phụ phẩm, collagen | Phải thu 2.144 tỷ |

Nguồn: BCTN 2025; BCTC soát xét 6T/2026; bản tin IR 04/2026 (tự chủ ~75% nguyên liệu, công ty phát biểu tại ĐHĐCĐ); Federal Register 90 FR 8120 (thu hồi lệnh CBPG với Vĩnh Hoàn). Công suất Feed One là công suất thiết kế sau mở rộng.

## Cơ cấu cổ đông: Chủ tịch HĐQT nắm ~45%, khối ngoại 17,5%

### Cơ cấu sở hữu (ước sau hủy 15 triệu cổ phiếu quỹ)




| Cổ đông | Tỷ lệ 27/03/2026 | Ước sau 29/05/2026 |
|---|---|---|
| **Bà Trương Thị Lệ Khanh (Chủ tịch HĐQT)** | **42,32%** | **45,3%** |
| Bà Lâm Mẫu Diệp (GĐ Feed One) | 4,47% | 4,8% |
| Bà Lê Ngọc Tiên | 2,54% | 2,7% |
| Nhà đầu tư nước ngoài (16/10/2026) | – | 17,5% |
| Số cổ phần lưu hành | 224,45 tr | 209,45 tr |

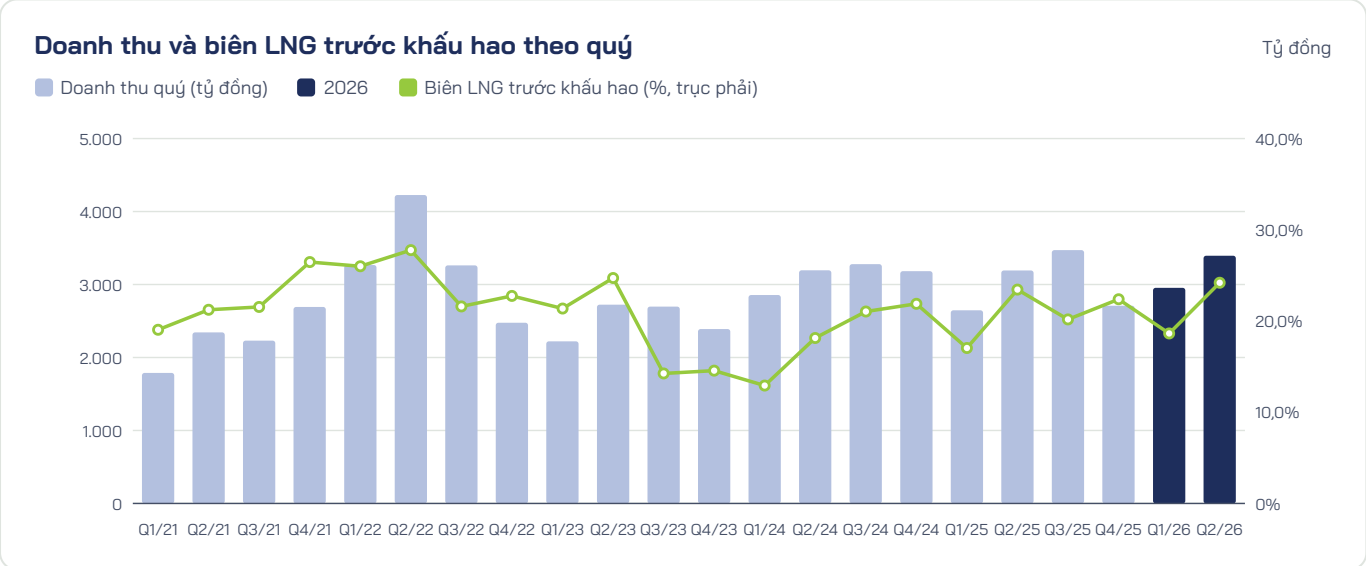
Nguồn: BCTN 2025 (tỷ lệ 27/03/2026); báo cáo kết quả giảm vốn điều lệ (hủy 15 triệu cổ phiếu quỹ, hiệu lực 29/05/2026); room ngoại kho AAS 16/10/2026. Tỷ lệ sau 29/05/2026 là AAS ước, giả định không giao dịch thêm.

- **Khâu tạo lợi nhuận:** BCTC không tách lợi nhuận theo mảng. Bản tin IR chỉ tách doanh thu: cá tra 54% doanh thu 9T/2026, phụ phẩm 17%, Sa Giang 6%, collagen–gelatin 5%. Doanh nghiệp nói collagen có biên cao, nhưng không công bố số; AAS không tự phân bổ lợi nhuận.
- **Thị trường Mỹ đi qua một nhà phân phối liên quan:** doanh thu bán cho Coast Beacon (công ty liên quan của Chủ tịch HĐQT) 6T/2026 là 1.963 tỷ, bằng 31% doanh thu; phải thu Coast Beacon 1.358 tỷ (đầu năm 959). Giá bán sang Mỹ vì vậy là giá giữa các bên liên quan; thuế Mỹ (Section 301 12,5% từ 24/07/2026) do bên nhập khẩu nộp.
- **Tự nuôi và mua ngoài:** doanh nghiệp công bố tự chủ ~75% nguyên liệu; phần còn lại mua theo giá thị trường. Giá cá giống tăng từ 28.400 (07/2026) lên ~58.000 đ/kg (10/2026) sẽ vào giá thành từ 2027 (chu kỳ nuôi 6–8 tháng).
- **Mảng ngoài cá tra đang mở rộng:** kế hoạch đầu tư 2026 là 1.520 tỷ (Feed One, Hoàn Ngọc, collagen, Thành Ngọc, Sa Giang); cam kết vốn chưa ghi sổ 479,8 tỷ tại 30/06/2026. Cá rô phi chưa đưa vào kế hoạch.

## 2 Kết quả 6T/2026: doanh thu +9%, LNST cổ đông mẹ +5%

| Tỷ đồng | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 6T/2025 | 6T/2026 | 6T so cùng kỳ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 9.054 | 13.231 | 10.033 | 12.513 | 12.021 | 5.840 | 6.349 | +9% |
| LNG trước khấu hao | 2.031 | 3.291 | 1.881 | 2.335 | 2.506 | 1.200 | 1.371 | +14% |
| Biên LNG trước khấu hao | 22,4% | 24,9% | 18,7% | 18,7% | 20,8% | 20,5% | 21,6% | +1,1 điểm |
| BH&QL trừ khấu hao | 546 | 710 | 509 | 638 | 548 | 258 | 286 | +11% |
| **EBITDA** | **1.484** | **2.581** | **1.371** | **1.697** | **1.959** | **942** | **1.086** | **+15%** |
| Khấu hao | 285 | 327 | 402 | 456 | 483 | 238 | 246 | +3% |
| EBIT | 1.199 | 2.254 | 969 | 1.241 | 1.475 | 704 | 840 | +19% |
| Tài chính thuần | 89 | 64 | 148 | 207 | 252 | 140 | 65 | -54% |
| Lợi nhuận trước thuế | 1.280 | 2.323 | 1.145 | 1.485 | 1.749 | 864 | 911 | +5% |
| **LNST cổ đông mẹ** | **1.099** | **1.975** | **919** | **1.226** | **1.418** | **708** | **741** | **+5%** |
| Dòng tiền kinh doanh | 332 | 1.604 | 547 | 2.073 | 2.407 | 726 | -8 | -101% |

Nguồn: BCTC hợp nhất VHC; khấu hao theo thuyết minh chi phí theo yếu tố, khấu hao giá vốn = khấu hao – khấu hao QLDN; AAS tính.




Nguồn: BCTC quý VHC.

## 3 Doanh thu 9T/2026 +6%: Mỹ chững trong Q3, châu Âu bù; Trung Quốc giảm do VHC chủ động

| Tỷ đồng (số sơ bộ) | Q3/2025 | Q3/2026 | so cùng kỳ | 9T/2025 | 9T/2026 | so cùng kỳ | Tỷ trọng 9T/26 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Mỹ | 1.022 | 856 | −16% | 2.861 | 3.055 | +7% | 31,6% |
| Châu Âu | 616 | 748 | +21% | 1.772 | 1.958 | +10% | 20,3% |
| Thị trường khác (gồm HK) | 518 | 595 | +15% | 1.282 | 1.533 | +20% | 15,9% |
| Trung Quốc | 225 | 263 | +17% | 627 | 664 | +6% | 6,9% |
| Việt Nam | 882 | 823 | −7% | 2.558 | 2.458 | −4% | 25,4% |
| **Tổng** | **3.262** | **3.285** | **+1%** | **9.098** | **9.667** | **+6%** | **100,0%** |

Nguồn: bản tin IR hằng tháng của VHC (doanh thu thuần sơ bộ). AAS cộng quý, 9 tháng.

| Tỷ đồng (số sơ bộ) | Q3/2025 | Q3/2026 | so cùng kỳ | 9T/2025 | 9T/2026 | so cùng kỳ | Tỷ trọng 9T/26 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Cá tra (fillet, nguyên con) | 1.760 | 1.719 | −2% | 4.899 | 5.172 | +6% | 53,5% |
| Phụ phẩm | 579 | 622 | +7% | 1.473 | 1.650 | +12% | 17,1% |
| Collagen, gelatin | 208 | 140 | −33% | 607 | 512 | −16% | 5,3% |
| Bánh phở, bánh tráng (Sa Giang) | 90 | 103 | +14% | 279 | 322 | +15% | 3,3% |
| Bánh phồng tôm (Sa Giang) | 86 | 84 | −2% | 247 | 277 | +12% | 2,9% |
| Hàng giá trị gia tăng | 31 | 38 | +22% | 94 | 127 | +35% | 1,3% |
| Khác (trái cây, thức ăn…) | 506 | 576 | +14% | 1.498 | 1.605 | +7% | 16,6% |

Nguồn: bản tin IR hằng tháng của VHC.

- **Trung Quốc:** cá tra Việt Nam sang Trung Quốc 8T/2026 vẫn +29%, nhưng doanh thu Trung Quốc của VHC 2025 −33% và tháng 9/2026 chỉ 14 tỷ. Doanh nghiệp nêu lý do: chủ động ưu tiên thị trường giá cao khi nguyên liệu đắt (giá sang Trung Quốc 2,7 so với Mỹ 3,3 USD/kg), Trung Quốc không chấp nhận giá mới, thiếu cỡ cá hợp thị trường. Không có rào cản pháp lý; CNY tăng giá ~6%. Trung Quốc chỉ 6,9% doanh thu 9T, nên ảnh hưởng đến biên là tích cực.
- **Mỹ:** doanh thu Mỹ giảm T5–T8 khi thuế đổi liên tục (Section 122 10%, rồi Section 301 12,5% từ 24/07/2026), hồi +22% trong tháng 9 sau khi đối thủ bị nâng thuế chống bán phá giá (0,38–1,00 USD/kg); VHC vẫn 0.

## 4 Khoản đầu tư tài chính: tiền gửi giảm sau mua cổ phiếu quỹ; lãi tỷ giá gần như hết

| Khoản mục (tỷ đồng) | 31/12/2025 | 30/06/2026 | Thu nhập 6T/2026 | Ghi chú |
|---|---|---|---|---|
| Tiền (chủ yếu không kỳ hạn) | 2.008,3 | 1.481,1 | | Vietcombank CN TP.HCM 1.324,2 |
| Tiền gửi có kỳ hạn 3–12 tháng | 2.364,3 | 1.621,7 | lãi tiền gửi 70,9 | đã trừ 36,5 lãi nhận trước |

| Khoản mục (tỷ đồng) | 31/12/2025 | 30/06/2026 | Thu nhập 6T/2026 | Ghi chú |
|---|---|---|---|---|
| Trái phiếu Agribank (7 năm, từ 12/2020) | 50,0 | 51,5 | trong lãi tiền gửi | lãi thả nổi |
| **Tiền và tiền gửi** | **4.422,6** | **3.154,3** | | **giảm 1.268 tỷ, trong đó mua cổ phiếu quỹ 930,5** |
| Chứng khoán kinh doanh (giá gốc) | 44,5 | 44,5 | cổ tức 0,04 | DXS 21,0; NLG 3,5; quỹ VCBF 20,0 |
| Dự phòng giảm giá | (7,0) | (10,3) | trích 3,3 | giá trị hợp lý 34,5 |
| Góp vốn đơn vị khác | 5,9 | 4,0 | | |
| Bất động sản đầu tư cho thuê | 239,1 | 238,4 | cho thuê 5,5 | đất 205,0; nhà 35,5; BCTC không ghi vị trí |
| **Vay ngân hàng** | **2.046,1** | **2.469,9** | lãi vay 45,0 | ngắn hạn 2.375,5; dài hạn 94,4 |
| **Tiền ròng (tiền + tiền gửi + trái phiếu − vay)** | **2.376,5** | **684,4** | | |
| Tạm ứng nhân viên để nhận chuyển nhượng đất | 199,0 | 403,8 | | nhân viên đảm bảo bằng quyền sử dụng đất |
| Trả trước người bán (một phần để nhận đất) | 108,6 | 267,9 | | có 13,9 trả cho một cá nhân |

Nguồn: BCTC soát xét hợp nhất 6T/2026; AAS tính tiền ròng.

| Thu nhập, chi phí tài chính (tỷ đồng) | 6T/2025 | 6T/2026 | Chênh lệch |
|---|---|---|---|
| Lãi tiền gửi | 56,2 | 70,9 | +14,7 |
| Lãi tỷ giá đã thực hiện | 115,8 | 36,9 | −78,9 |
| Lãi đánh giá lại tỷ giá cuối kỳ | 22,5 | 15,9 | −6,6 |
| Khác (lãi ứng trước NVL, cổ tức...) | 7,5 | 2,2 | −5,3 |
| **Doanh thu tài chính** | **202,0** | **125,9** | **−76,1** |
| Lãi vay | (31,4) | (45,0) | −13,6 |
| Lỗ tỷ giá đã thực hiện | (43,3) | (12,9) | +30,4 |
| Dự phòng đầu tư (trích −, hoàn nhập +) | +13,9 | (3,3) | −17,2 |
| **Tài chính thuần** | **140,4** | **64,7** | **−75,7** |

Nguồn: BCTC soát xét hợp nhất 6T/2026.

- **Danh mục an toàn, quy mô nhỏ:** không cho vay, không trái phiếu doanh nghiệp; chứng khoán kinh doanh 44,5 tỷ (DXS, NLG, quỹ VCBF). Thu nhập tài chính giảm vì tiền gửi giảm (mua 15 triệu cổ phiếu quỹ, 930,5 tỷ) và lãi tỷ giá thấp; lãi vay tăng 43%.
- **Tài sản gắn với đất:** BĐS đầu tư cho thuê 238 tỷ và trên 600 tỷ tạm ứng, trả trước để nhận chuyển nhượng đất, chưa tạo thu nhập; doanh nghiệp chưa công bố vị trí, mục đích.

5

## Dự báo: LNST cổ đông mẹ 2026 ~1.416 tỷ, Q3/2026 ~363 tỷ

| LNST cổ đông mẹ | Tỷ đồng |
|---|---|
| **Q3/2026F: dự báo cơ sở AAS** | **363 (–16% so với cùng kỳ)** |
| Khoảng dự báo Q3/2026 | 232 – 478 |
| Q4/2026F cơ sở | 312 (+13% so với cùng kỳ) |
| **Năm 2026F cơ sở (thận trọng / tích cực)** | **1.416 (1.146 / 1.614)** |
| Kế hoạch ĐHĐCĐ 2026 | 1.600 |

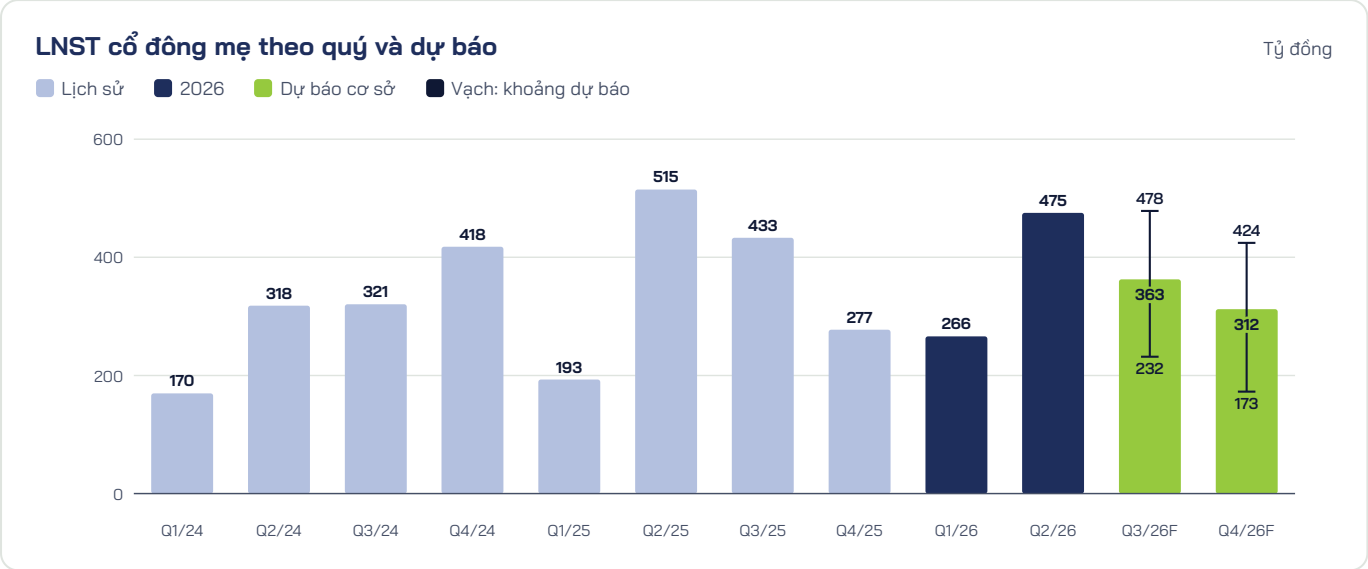
Nguồn: AAS dự báo, dữ liệu đến 18/10/2026.

| Tỷ đồng | Q3/2025 | Q2/2026 | Thận trọng | Cơ sở | Tích cực |
|---|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 3.471 | 3.394 | 3.252 | 3.285 | 3.318 |
| Biên gộp | 16,8% | 20,7% | 14,1% | 17,0% | 19,9% |
| **Lợi nhuận gộp** | **584** | **703** | **458** | **558** | **660** |
| Chi phí bán hàng | 71 | 72 | 75 | 69 | 66 |
| Chi phí quản lý | 76 | 81 | 84 | 80 | 77 |
| Tài chính thuần | 94 | 17 | –10 | 8 | 26 |
| Lợi nhuận trước thuế | 535 | 570 | 290 | 419 | 546 |
| **LNST cổ đông mẹ** | **433,0** | **475,2** | **231,7** | **340,9** | **448,7** |
| So với cùng kỳ | | –8% | –46% | –21% | +4% |

Nguồn: BCTC VHC; AAS dự báo (Q3/2026, ba kịch bản).

| Tỷ đồng | 2024 | 2025 | 6T/2026 | Q3/26F | Q4/26F | 2026F | Kế hoạch ĐHĐCĐ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| LNST cổ đông mẹ: thận trọng | 1.226 | 1.418 | 741 | 232 | 173 | 1.146 | 1.600 |
| **LNST cổ đông mẹ: cơ sở** | | | | **363** | **312** | **1.416** | **đạt 89%** |
| LNST cổ đông mẹ: tích cực | | | | 449 | 424 | 1.614 | |
| Doanh thu cơ sở | 12.513 | 12.021 | 6.349 | 3.285 | 3.050 | 12.684 | 14.000 |
| EPS 2026F (đ, cơ sở) | | | | | | 6.762 | |

Nguồn: BCTC VHC; nghị quyết ĐHĐCĐ 2026; AAS dự báo.




Nguồn: BCTC VHC; AAS dự báo.

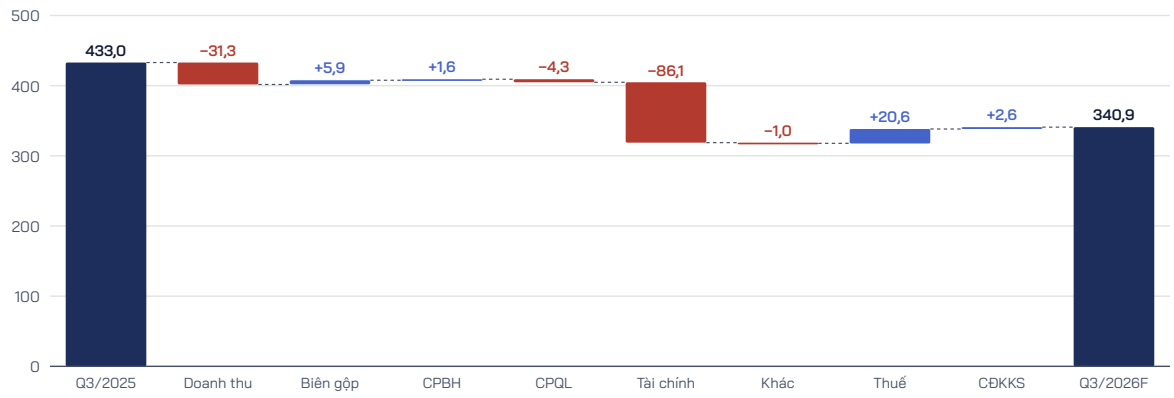
## KQKD tách khấu hao: lịch sử và dự báo cùng một khuôn

| Tỷ đồng | Q3/25 | Q4/25 | Q1/26 | Q2/26 | Q3/26F | Q4/26F | 2025 | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 3.471 | 2.710 | 2.955 | 3.394 | 3.285 | 3.050 | 12.021 | 12.684 |
| LNG trước khấu hao | 700 | 606 | 550 | 821 | 678 | 639 | 2.506 | 2.688 |
| Biên LNG trước khấu hao | 20,2% | 22,4% | 18,6% | 24,2% | 20,6% | 21,0% | 20,8% | 21,2% |
| BH&QL trừ khấu hao | 142 | 147 | 137 | 148 | 145 | 148 | 548 | 578 |
| **EBITDA** | **558** | **459** | **413** | **672** | **533** | **492** | **1.959** | **2.111** |
| Khấu hao | 121 | 125 | 123 | 122 | 124 | 125 | 483 | 495 |
| EBIT | 438 | 334 | 290 | 550 | 409 | 366 | 1.475 | 1.616 |
| Tài chính thuần | 94 | 17 | 47 | 17 | 8 | 7 | 252 | 80 |
| Lợi nhuận trước thuế | 535 | 350 | 341 | 570 | 419 | 375 | 1.749 | 1.706 |
| LNST cổ đông mẹ (mô hình) | 433 | 277 | 266 | 475 | 341 | 305 | 1.418 | 1.387 |
| **LNST cổ đông mẹ: dự báo cơ sở AAS** | **433** | **277** | **266** | **475** | **363** | **312** | **1.418** | **1.416** |

Nguồn: BCTC VHC; AAS dự báo (kịch bản cơ sở).

**LNST cổ đông mẹ: Q3/2025 → Q3/2026F, các yếu tố thay đổi**

Tỷ đồng




Nguồn: AAS dự báo.

### Ba yếu tố cần theo dõi

- **Biên gộp:** ±1 điểm = ±27 tỷ LNST mỗi quý; theo giá nhập khẩu fillet của Mỹ và giá cá giống.
- **Thu nhập tài chính:** lãi tỷ giá ±15 tỷ = ±12 tỷ LNST mỗi quý; tiền gửi đã giảm sau mua cổ phiếu quỹ.
- **Dòng tiền và bên liên quan:** phải thu Coast Beacon 1.358 tỷ, tạm ứng nhân viên nhận chuyển nhượng đất 404 tỷ; cần thấy giảm ở BCTC Q3–Q4.

## 6 Định giá: giá trị hợp lý cơ sở 62,5 nghìn đ (+24%)

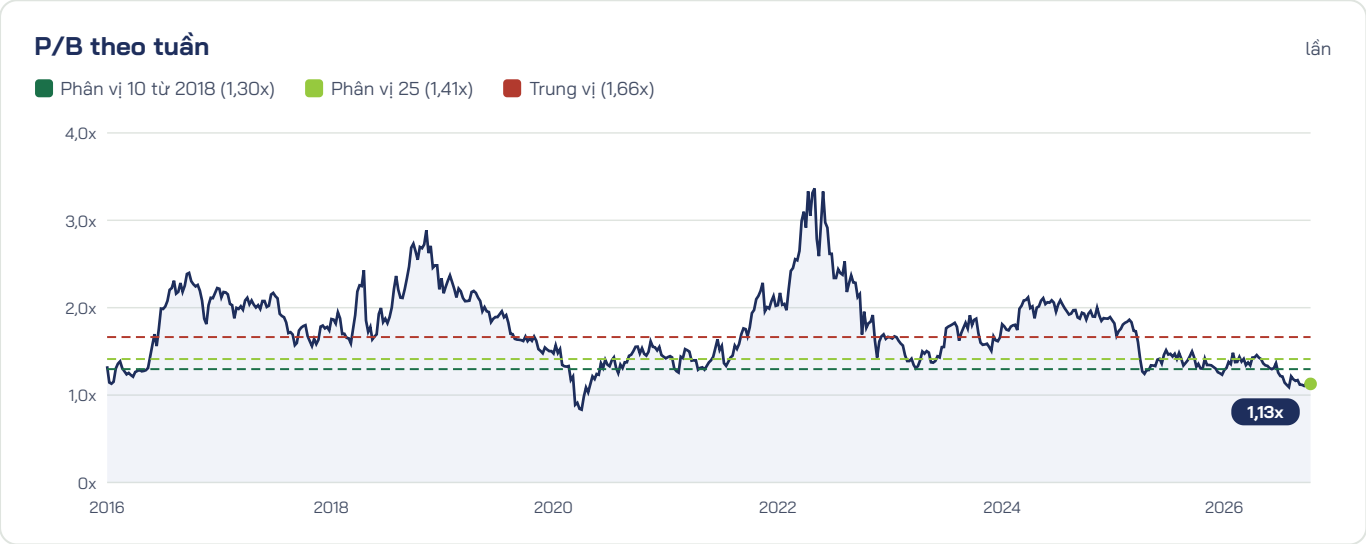
| Chỉ số | Hiện tại | Trung vị 2018+ | Phân vị 25 / 75 (2018+) | Phân vị hiện tại (2018+) | z (750 phiên) |
|---|---|---|---|---|---|
| P/E trượt | 7,3x | 9,4x | 6,9 / 11,9x | 28% | −1,16 |
| P/B | 1,13x | 1,66x | 1,41 / 1,99x | 3% | −1,55 |

| | Thận trọng | Cơ sở | Tích cực |
|---|---|---|---|
| LNST cổ đông mẹ 2026F (tỷ) | 1.146 | 1.416 | 1.614 |
| EPS 2026F (đ) | 5.470 | 6.762 | 7.708 |
| BVPS cuối 2026F (đ) | 43.755 | 45.047 | 45.993 |
| P/E áp dụng (nhóm ROE 15–20%) | 8,4x | 9,1x | 10,1x |
| P/B áp dụng (phân vị 2018+) | 1,30x | 1,41x | 1,66x |
| Giá trị theo P/E (nghìn đ) | 45,9 | 61,5 | 77,9 |
| Giá trị theo P/B (nghìn đ) | 56,9 | 63,5 | 76,3 |
| **Giá trị hợp lý (50/50, nghìn đ)** | **51,4** | **62,5** | **77,1** |
| So với giá 50,6 | +2% | +24% | +52% |

Nguồn: AAS tính. P/E theo các giai đoạn ROE 15–20%; P/B theo phân vị lịch sử từ 2018.

| Vùng giá (nghìn đ) | P/B trên BVPS cuối 2026F | Hành động |
|---|---|---|
| ≤ 45,0 | ≤ 1,00x | Mua thêm: ≤ giá trị sổ sách cuối 2026F; gần kịch bản thận trọng |
| **45,0 – 52,0** | **1,00 – 1,15x** | **Tích lũy từng phần: vùng hiện tại, chia 2–3 lần quanh BCTC Q3** |
| 52,0 – 63,0 | 1,15 – 1,40x | Nắm giữ: đến giá trị hợp lý cơ sở |
| 63,0 – 72,0 | 1,40 – 1,60x | Chốt lời một phần nếu biên gộp Q4 không giữ 17% |
| > 72,0 | > 1,60x | Rủi ro cao: trên P/B trung vị lịch sử khi ROE chỉ ~15% |

Nguồn: AAS tính trên giá trị sổ sách cuối 2026F.




Nguồn: AAS tính.

## 7 Backtest định giá: mua khi P/B rẻ giảm rủi ro, chưa phải tín hiệu thắng thị trường

- **Cách đọc z-score:** z đo P/E hoặc P/B hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên). z < −1 là rẻ bất thường; hiện z P/B −1,55.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc được đặt trước, chạy lại trên lịch sử từ 06/2017 với giá điều chỉnh gồm cổ tức. Lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý), lệnh khớp phiên sau tín hiệu, mỗi chiều trừ 0,4% phí. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua khi P/B rẻ (z < −1), bán khi đắt (z > +1) đưa 100 đồng lên 245 đồng, thấp hơn 282 đồng nếu mua và giữ, nhưng sụt giảm tối đa chỉ −51% so với −62%. Mỗi quy tắc chỉ có 3 lệnh, nên đây là tham khảo, chưa phải kết luận chắc chắn.
- **Ý nghĩa cho hiện tại:** các giai đoạn P/B dưới 1,25x trước đây có lợi suất 250 phiên trung bình +66%; hiện P/B 1,13x. Lợi nhuận Q3 còn giảm nên chia điểm mua, không mua một lần.

| Nhóm z P/E | Lợi suất 250 phiên TB | Trung vị | Số phiên |
|---|---|---|---|
| dưới −1,5 | −6% | −14% | 242 |
| −1,5 … −0,5 | +32% | +23% | 679 |
| −0,5 … 0,5 | +30% | +17% | 789 |
| 0,5 … 1,5 | +38% | +25% | 500 |
| trên 1,5 | +9% | −10% | 394 |

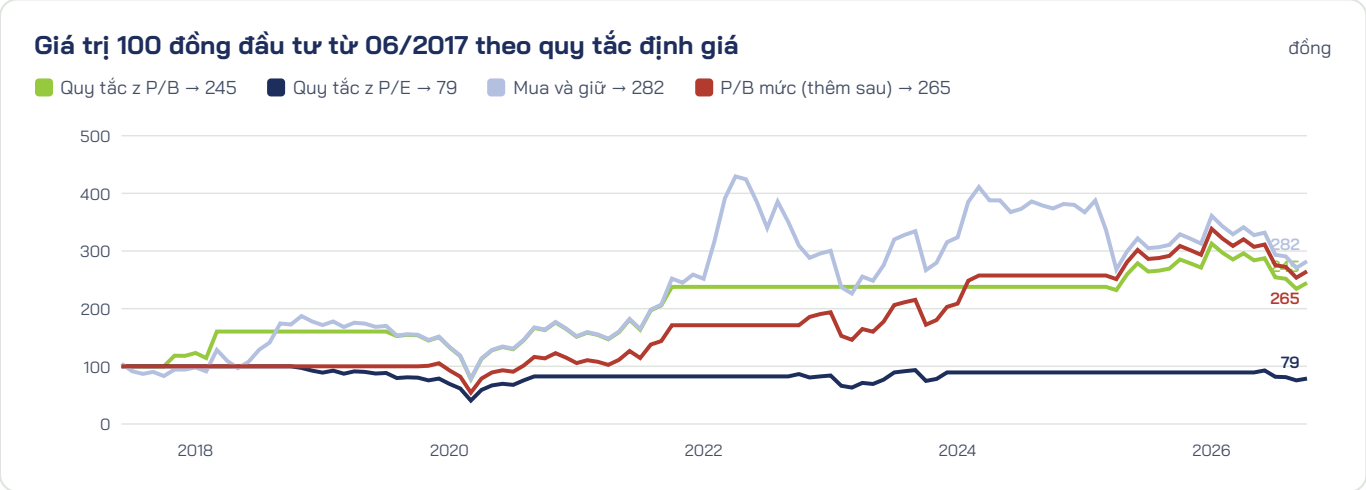
Nguồn: AAS tính, 2014–2026.

| Nhóm z P/B | Lợi suất 250 phiên TB | Trung vị | Số phiên |
|---|---|---|---|
| dưới −1,5 | +55% | +37% | 211 |
| −1,5 … −0,5 | +49% | +44% | 872 |
| −0,5 … 0,5 | +16% | +9% | 898 |
| 0,5 … 1,5 | +4% | −1% | 423 |
| trên 1,5 | −20% | −22% | 200 |

Nguồn: AAS tính.

| Quy tắc (khớp phiên sau, phí 0,4%) | CAGR | Sụt giảm tối đa | Số lệnh | Mua và giữ: CAGR | Mua và giữ: sụt giảm |
|---|---|---|---|---|---|
| z P/E < −1 mua, > +1 bán | −2,5% | −62% | 3 | +11,7% | −62% |
| z P/B < −1 mua, > +1 bán | +10,0% | −51% | 3 | +11,7% | −62% |
| P/B < 1,5 mua, > 2,0 bán (thêm sau khi xem bảng P/B) | +10,9% | −50% | 3 | +11,7% | −62% |

Nguồn: AAS tính, 06/2017–10/2026.




Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh gồm cổ tức, phí 0,4% mỗi chiều.

**GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH VHC**

- **Điểm vào:** tích lũy từng phần trong vùng 45–52 nghìn đ; phần thứ hai sau BCTC Q3/2026 nếu biên gộp ≥ 16% và phải thu Coast Beacon không tăng tiếp.
- **Điểm vào tốt nhất:** ≤ 45 nghìn đ (≤ 1,0x giá trị sổ sách cuối 2026F), tương đương kịch bản thận trọng trừ thêm rủi ro thuế Mỹ.
- **Mục tiêu:** giá trị hợp lý cơ sở 62,5 nghìn đ; chốt lời một phần trên 63 nghìn đ nếu biên gộp không giữ 17%.
- **Điều kiện bán:** dự luật S.4945 được thông qua; hoặc phải thu bên liên quan, tạm ứng đất tăng tiếp mà không có giải trình; hoặc VHC mất mức thuế chống bán phá giá 0.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 18/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

## THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.