



Thủy sản

Triển vọng 2025F: Vượt qua thách thức

“...Mặc dù ngành đã bước vào giai đoạn phục hồi, nhưng những bất ổn tại các thị trường xuất khẩu chính đang tạo ra sự không chắc chắn cho triển vọng năm 2025F. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng những thách thức này chỉ mang tính tạm thời, và triển vọng của ngành vẫn tích cực trong trung và dài hạn...”



Nội dung

I. Tóm tắt sơ lược	2	
II. Tổng hợp dự phóng và định giá	3	
III. Ngành cá tra - Trong giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng	4	
1. 10T24 – Dàn cải thiện về cuối năm	4	
2. Những động lực đối lập trong năm 2025F	5	
3. Nguồn cung nội địa thu hẹp và chi phí thức ăn ở mức thấp trong 2025F	9	
IV. Ngành tôm – Ngã rẽ: Lên hay xuống?	11	
1. 10T24 - Cuộc tranh tiếp tục gia tăng	11	
2. Sản lượng xuất khẩu là động lực tăng trưởng quan trọng	13	
3. Giá bán tôm nguyên liệu cao ảnh hưởng lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp	16	
V. Rủi ro cần cân nhắc	18	
Phân tích công ty		
CTCP Vĩnh Hoàn	(HSX: VHC)	21
CTCP Nam Việt	(HSX: ANV)	23
CTCP I.D.I	(HSX: IDI)	25
Thực phẩm Sao Ta	(HSX: FMC)	27

Báo cáo này nói về điều gì?

- Triển vọng ngành cá tra năm 2025F
- Triển vọng ngành tôm năm 2025F
- Dự báo kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết năm 2025F

Phục hồi nhưng chưa ổn định

Cá tra – Tăng trưởng được dẫn dắt bởi thị trường Mỹ trong khi gặp thách thức tại Trung Quốc và EU

VHC là điểm sáng nhờ vị thế dẫn đầu tại thị trường Mỹ

Tôm – Rủi ro cạnh tranh vẫn hiện hữu

FMC vượt trội so với các doanh nghiệp tôm khác

VHC là cổ phiếu được chúng tôi khuyến nghị, trong khi ANV, IDI và FMC chờ động lực tăng trưởng rõ nét hơn

I. Tóm tắt sơ lược

Trong năm 2025F, trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng tiếp tục phục hồi tại các thị trường xuất khẩu chính, chúng tôi dự báo ngành thủy sản sẽ theo xu hướng cải thiện tốt lên. Tuy nhiên, ngành vẫn có thể đối mặt với các trở ngại ngắn hạn, bao gồm chính sách thuế quan mới và áp lực cạnh tranh cao. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu sẽ duy trì đà tăng trưởng, trong khi giá bán bình quân của tôm và cá tra có thể biến động khác nhau tại các thị trường chính.

Ngành cá tra, chúng tôi cho rằng thị trường Mỹ sẽ tiếp tục là động lực chính trong năm 2025F, bất chấp những bất ổn xung quanh chính sách thuế nhập khẩu dưới nhiệm kỳ Tổng thống Trump 2.0. Chính sách này có thể tạm thời định hình lại cấu trúc ngành, đặc biệt nếu thuế cao hơn đối với cá tra dẫn đến việc người tiêu dùng Mỹ chuyển sang tiêu thụ cá minh thái nội địa. Tuy nhiên, trong trung và dài hạn, chúng tôi tin rằng cá tra có thể mở rộng thị phần do cá rô phi Trung Quốc bị áp thuế cao hơn (khoảng 60%). Ngoài ra, hoạt động tích trữ trước khi thuế có hiệu lực thường diễn ra mạnh mẽ, do đó chúng tôi kỳ vọng sản lượng và giá bán cá tra sẽ tăng đáng kể trong 1H25F.

Dựa trên các phân tích này, chúng tôi giữ quan điểm lạc quan với VHC, nhờ tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ cao. Ngược lại, các doanh nghiệp chủ yếu xuất khẩu sang Trung Quốc như ANV và IDI có thể tiếp tục đối mặt với thách thức do tiêu dùng tại thị trường này tiếp tục suy yếu.

Ngành tôm, xuất khẩu tôm có thể duy trì triển vọng tích cực, được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu dùng dần hồi phục, kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng sản lượng xuất khẩu. Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh ở mức cao khi nguồn cung tôm toàn cầu được dự báo tiếp tục tăng trong năm 2025F, tạo áp lực lên giá bán. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng giá tôm có thể tăng mạnh trong 2025F. Trong ngắn hạn, nguồn cung tôm nguyên liệu trong nước thắt chặt đã khiến giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh, gây áp lực trực tiếp lên biên lợi nhuận của các công ty chế biến.

Chúng tôi đánh giá FMC có thể đạt kết quả kinh doanh tốt hơn so với các doanh nghiệp tôm niêm yết khác nhờ vào: (1) Cải thiện khả năng tự chủ nguồn tôm nguyên liệu (2) Gia tăng công suất tại nhà máy Thủy sản Sao Ta mới.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho ngành thủy sản năm 2025F. Về lựa chọn cổ phiếu, GMT của VHC được điều chỉnh giảm xuống 84,900 VND/cổ phiếu nhưng vẫn giữ khuyến nghị **MUA**, do triển vọng tăng trưởng lợi nhuận 2025F-26F tích cực. Ngoài ra, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với **ANV** và **IDI** do triển vọng xuất khẩu kém khả quan tại thị trường Trung Quốc. Đồng thời, chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với **FMC** do tốc độ tăng trưởng chậm của giá bán tôm xuất khẩu.

II. Tổng hợp dự phóng và định giá

Bảng 1. Bảng tổng hợp định giá

Khuyến nghị & GMT			Lợi nhuận & Định giá										
Công ty				DT (tỷ đồng)	LNHD (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	EPS (tỷ đồng)	BPS (tỷ đồng)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	DY (%)
VHC	Khuyến nghị	MUA	2022A	13,231	2,254	1,975	10,771	41,027	11.1	1.3	29.7	5.8	2.9
	GMT (đồng)	84,900	2023A	10,033	969	919	4,914	44,629	14.3	1.7	11.6	14.6	2.6
	Thị giá (13/12, đồng)	72,600	2024F	12,483	1,324	1,257	5,169	38,413	13.0	1.9	13.8	12.1	5.5
	Vốn hóa (tỷ đồng)	16,295	2025F	13,497	1,724	1,550	6,338	42,751	10.5	1.7	15.8	9.3	2.7
			2026F	15,120	2,134	1,894	7,745	48,496	8.6	1.5	17.1	7.5	2.7
ANV	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	4,897	864	676	5,302	22,604	11.1	1.3	25.9	5.1	4.4
	GMT (đồng)	N/A	2023A	4,439	183	39	293	21,326	105.6	1.5	1.4	32.5	3.1
	Thị giá (13/12, đồng)	20,550	2024F	4,800	236	65	245	15,666	84.3	1.3	1.9	30.3	1.2
	Vốn hóa (tỷ đồng)	5,472	2025F	5,209	368	236	883	16,049	23.4	1.3	5.6	19.4	2.4
			2026F	5,209	568	383	1,435	16,984	14.4	1.2	8.7	12.6	2.4
IDI	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	7,931	726	563	2,404	14,033	11.1	1.3	17.7	6.8	13.8
	GMT (đồng)	N/A	2023A	7,221	303	73	254	14,266	35.4	0.8	1.8	18.4	-
	Thị giá (13/12, đồng)	8,300	2024F	7,401	312	73	265	14,530	36.9	0.8	1.8	17.8	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	2,267	2025F	7,801	378	132	477	15,008	20.6	0.8	3.2	14.7	-
			2026F	8,194	402	196	710	15,545	13.8	0.8	4.6	13.8	1.4
FMC	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	5,702	307	322	4,726	29,423	11.1	1.3	16.7	7.2	6.2
	GMT (đồng)	N/A	2023A	5,087	292	302	4,221	31,024	10.7	1.5	14.0	11.7	4.4
	Thị giá (13/12, đồng)	47,250	2024F	5,199	265	287	4,084	27,252	11.1	1.4	13.2	11.4	4.2
	Vốn hóa (tỷ đồng)	3,090	2025F	5,702	307	322	4,726	29,423	8.4	1.3	16.0	8.8	4.2
			2026F	5,087	292	302	4,221	31,024	8.2	1.2	14.8	8.7	4.2

Nguồn: Bloomberg, KIS Research ước tính

III. Ngành cá tra – Trong giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng

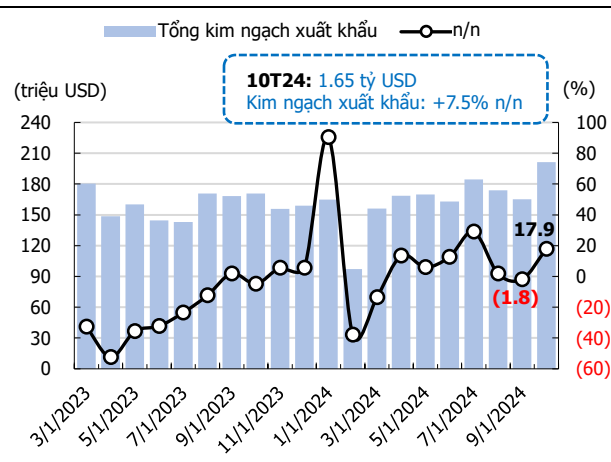
1. 10T24 – Dần cải thiện về cuối năm

Sản lượng xuất khẩu cá tra tăng mạnh trong 10T24

Trong 10T24, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 1.65 tỷ USD, tăng nhẹ +7.5% n/n, được thúc đẩy nhờ sự phục hồi của sản lượng xuất khẩu (tăng +16.5% n/n, đạt 768,000 tấn). Trong khi đó, giá bán trung bình cá tra duy trì ở mức USD2.14/kg (giảm -7.7% n/n, so với USD2.32/kg trong 10T23).

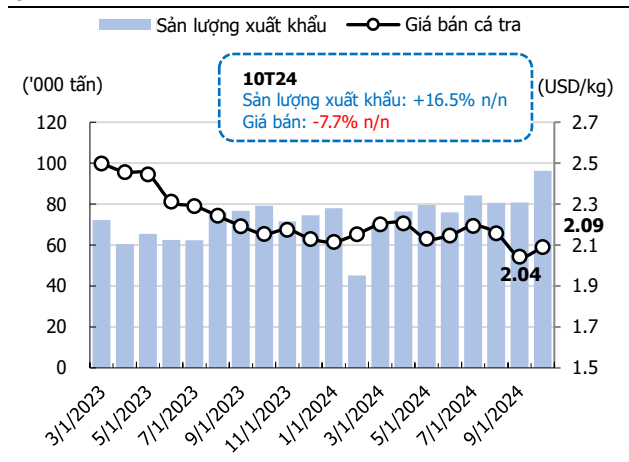
Cụ thể, thị trường Mỹ là điểm sáng về cả sản lượng xuất khẩu và giá bán, với tổng kim ngạch xuất khẩu tăng vọt lên 293 triệu USD (tăng +29.8% n/n). Trong khi đó, Trung Quốc và EU lại ảm đạm với giá trị xuất khẩu lần lượt đạt 443 triệu USD (giảm -5.5% n/n) và 191 triệu USD (giảm -2.3% n/n). Dù sản lượng xuất khẩu tăng nhưng tiêu thụ yếu và sự cạnh tranh gay gắt với các loại cá thịt trắng khác đã kéo giảm giá bán cá tra.

Hình 1. Kim ngạch xuất khẩu đang trên đà phục hồi



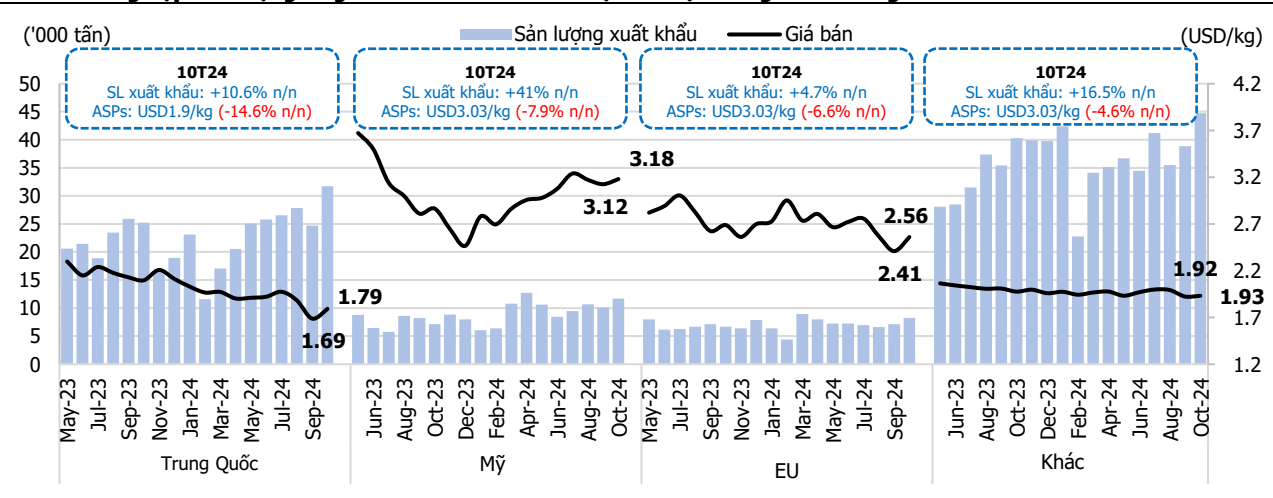
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 2. Sản lượng xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 3. Tổng hợp sản lượng và giá bán cá tra xuất khẩu tại các thị trường chính trong 10T24



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

VHC là điểm sáng trong 10T24

VHC và ANV đều ghi nhận sự phục hồi về sản lượng xuất khẩu, dù hai doanh nghiệp này hoạt động tại các thị trường khác nhau. Tuy nhiên, VHC có sự cải thiện mạnh về giá bán theo q/q nhờ sự hồi phục của thị trường Mỹ, trong khi giá bán của ANV vẫn yếu do xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc gặp khó khăn. Ngoài ra, IDI ghi nhận kết quả trái chiều trong 3Q24, với sản lượng xuất khẩu thấp do sự sụt giảm tại thị trường Mexico, nhưng giá bán lại cải thiện n/n và q/q. (Bảng 2)

Bảng 2. Sản lượng và giá bán cá tra xuất khẩu của các doanh nghiệp trong danh sách theo dõi của KIS trong 10T24 (tấn, USD/kg)

	Xuất khẩu cá tra	1Q24	2Q24	3Q24	10T24
VHC	Sản lượng xuất khẩu	21,913,905	25,515,100	25,411,805	83,860,810
	n/n	41.6	34.4	22.1	35.6
	Giá bán	2.72	2.83	2.95	2.85
	n/n	(22.5)	(21.0)	0.8	(12.5)
ANV	Sản lượng xuất khẩu	12,585,802	16,051,404	19,376,573	53,673,779
	n/n	(9.3)	17.3	23.3	6.8
	Giá bán	1.90	1.82	1.89	1.86
	n/n	(13.1)	(12.4)	(1.9)	(8.8)
IDI	Sản lượng xuất khẩu	14,012,726	13,322,276	9,567,414	41,552,417
	n/n	19.3	33.1	(20.5)	10.1
	Giá bán	2.05	2.18	2.20	2.12
	n/n	(5.2)	1.1	9.0	1.1

Nguồn: Agromonitor, KIS Research

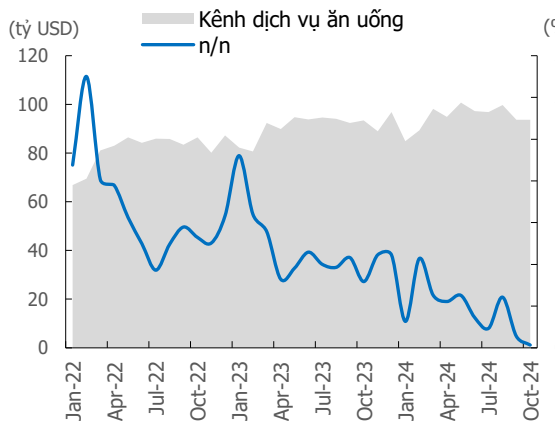
2. Những động lực đối lập trong năm 2025F

Thị trường Mỹ – Động lực tăng trưởng chính

Tiêu thụ ở kênh bán lẻ và HORECA (khách sạn, nhà hàng, quán cà phê) vẫn ở mức trung bình

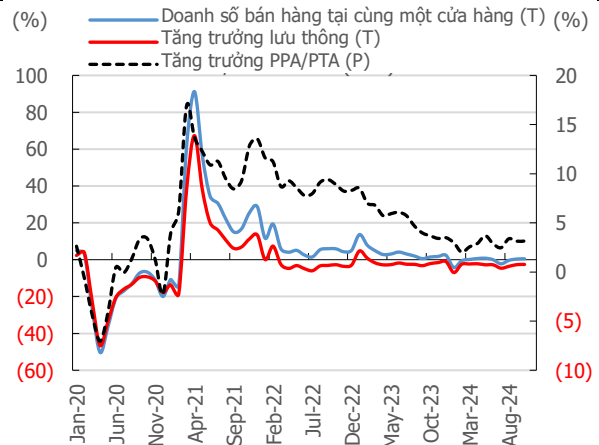
Trong 10T24, phía người tiêu dùng, chi tiêu cho thực phẩm duy trì mức tăng trưởng vừa phải ở cả kênh bán lẻ và HORECA. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng kênh dịch vụ ăn uống và nhà hàng đã chậm lại trong 3Q24 (Hình 4, 5). Các chỉ số đo lường sức khỏe hoạt động nhà hàng cũng cho thấy tâm lý chi tiêu thận trọng đối với dịch vụ ăn uống bên ngoài. Theo Bloomberg Intelligence, chi tiêu của người tiêu dùng có thể suy yếu do gánh nặng từ các khoản nợ thẻ tín dụng cao, dẫn đến rủi ro vỡ nợ. Điều này đặc biệt ảnh hưởng nặng nề đến chi tiêu cho dịch vụ nhà hàng, qua đó tác động đến tiêu thụ thủy sản tại thị trường Mỹ.

Hình 4. Tăng trưởng kênh bán lẻ giảm tốc trong 10T24



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 5... Đồng thời, kênh HORECA cũng bị kìm hãm

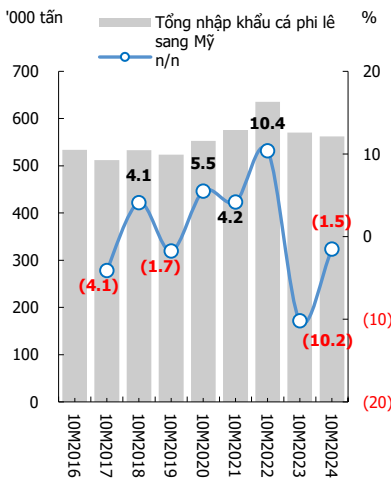


Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Tổng nhập khẩu cá phi lê vào Mỹ đã dần phục hồi về sản lượng

Theo dữ liệu của NOAA, chúng tôi nhận thấy nhập khẩu cá phi lê vào Mỹ đã dần phục hồi, mức tăng trưởng âm đang giảm tốc, với mức giảm chỉ -1.5% n/n trong 10T24 so với -10.2% n/n của 10T23 (Hình 6). Về thị phần, cá tra đã tăng thêm 4.8% thị phần cá phi lê, chúng tôi cho rằng giá bán cá tra cạnh tranh hơn so với các loại cá khác là yếu tố chính thúc đẩy sản lượng xuất khẩu cá tra trong bối cảnh tiêu thụ chậm.

Hình 6. Tổng nhập khẩu cá phi lê dần hồi phục



Nguồn: NOAA, KIS Research

Bảng 3. Cá tra gia tăng thị phần nhập khẩu tại Mỹ nhờ giá bán cạnh tranh

	2021	2022	2023	10M23	10T24	%Thay đổi
Cá hồi	43.9	42.3	49.9	49.9	46.0	(3.9)
Cá ngừ	5.2	6.2	5.4	5.2	6.2	0.9
Cá tuyết	8.7	8.8	7.9	8.1	8.4	0.4
Cá minh thái	4.1	4.5	4.1	4.1	2.7	(1.4)
Cá tuyết chấm đen	2.3	2.9	2.1	2.1	2.5	0.4
Whiting	0.4	0.3	0.5	0.5	0.6	0.1
Hake	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3	(0.1)
Ocean	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	(0.0)
Cusk	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)
Cá rô phi	18.5	16.8	16.8	17.2	16.0	(1.2)
Cá tra	16.2	17.5	12.7	12.4	17.3	4.8

Nguồn: NOAA, KIS Research tổng hợp

Ảnh hưởng từ nhiệm kỳ thứ hai của Tổng thống Trump đến triển vọng ngành cá tra từ 2025F trở đi

Dưới nhiệm kỳ Tổng thống Trump, chúng tôi cho rằng triển vọng xuất khẩu cá tra sang Mỹ có thể bị ảnh hưởng do sự bất ổn trong chính sách thương mại. Theo Goldman Sachs Research, các mức thuế đối với hàng tiêu dùng được dự báo sẽ tăng ít hơn và chỉ tập trung vào một số mặt hàng nhập khẩu chiến lược. Tuy nhiên, chúng tôi tóm tắt ba kịch bản thuế quan và tác động của chúng đối với xuất khẩu cá tra của Việt Nam như sau:

Bảng 4. Tác động của ba kịch bản thuế quan dưới nhiệm kỳ của Trump

% Thuế quan nhập khẩu	Tác động	Nhận định của KIS
Thấp hơn 10%	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> Thuế nhập khẩu hiện tại đối với cá tra vào Mỹ dao động xung quanh mức 0%; Không có ảnh hưởng đến xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Mỹ trong ngắn, trung và dài hạn do vẫn duy trì lợi thế giá bán so với các sản phẩm thay thế.
10%	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Ngay cả khi giá bán tăng 10%, giá bán vẫn thấp hơn so với cá rô phi Trung Quốc, sản phẩm thay thế chính, có thể bị áp thuế nhập khẩu lên tới 60%; Hơn nữa, sau thuế, giá bán cá tra vẫn thấp hơn so với cá minh thái Mỹ, với giá bán xuất khẩu của cá minh thái hiện nay dao động cao hơn từ 12-20% so với giá bán cá tra..
Cao hơn 10%	Tiêu cực	<ul style="list-style-type: none"> Mất đi tính cạnh tranh so với cá minh thái đánh bắt tại thị trường Mỹ; Có thể mất thị phần tại thị trường Mỹ nếu cá minh thái Mỹ được thúc đẩy tiêu thụ mạnh mẽ trong nước.

Nguồn: KIS Research

Bảng 5. So sánh giá bán giữa cá tra và các sản phẩm thay thế chính tại thị trường Mỹ

	Phi lê cá tra		Phi lê cá rô phi Trung Quốc		Xuất khẩu phi lê cá minh thái Mỹ	
	Sản lượng	Giá bán	Sản lượng	Giá bán	Sản lượng	Giá bán
2021	111,420,000	3.32	95,296,563	3.23	94,397,109	3.24
2022	118,300,000	4.52	92,491,831	3.87	79,363,655	3.75
2023	85,550,000	3.14	82,155,200	3.26	90,738,363	3.83
10T2024	96,987,162	3.03	64,003,817	3.77	96,163,088	3.37

Nguồn: NOAA, Agromonitor, KIS Research tổng hợp

Trong trung và dài hạn, chúng tôi tin rằng các chính sách thương mại dưới nhiệm kỳ Tổng thống Trump có thể mở ra cơ hội cho cá tra Việt Nam chiếm lĩnh thị phần cá phi lê từ cá rô phi Trung Quốc, trong khi các nguồn cá rô phi khác khó có thể nhanh chóng lấp đầy khoảng trống do Trung Quốc để lại (Bảng 6).

Bảng 6. Trung Quốc thống lĩnh thị trường cá rô phi phi lê tại Mỹ

(kg, %)

	Sản lượng nhập khẩu cá rô phi vào Mỹ			% thị phần		
	2022	2023	9T24	2022	2023	9T24
TRUNG QUỐC	92,491,831	82,155,200	58,025,489	71.0	71.4	71.6
COLOMBIA	10,773,186	11,960,307	6,958,195	8.3	10.4	8.6
BRAZIL	2,302,459	2,498,542	3,938,278	1.8	2.2	4.9
INDONESIA	7,208,037	6,375,129	5,916,418	5.5	5.5	7.3
HONDURAS	9,589,731	5,132,212	2,676,212	7.4	4.5	3.3
COSTA RICA	3,807,836	4,042,632	1,501,495	2.9	3.5	1.9
Khác	4,008,830	2,902,073	2,028,069	3.1	2.5	2.5
Tổng	130,181,910	115,066,095	81,044,156	100	100	100

Nguồn: NOAA, Agromonitor, KIS Research tổng hợp

Theo dõi sự biến động nguồn cung các loại cá trắng khác tại thị trường Mỹ trong năm 2025F.

Ngoài ra, biến động trong nguồn cung của các loại cá thịt trắng thay thế nên được theo dõi sát trong bối cảnh nhu cầu tăng trưởng dự báo chỉ ở mức vừa phải vào năm 2025F:

- **Cá rô phi Trung Quốc:** Sản lượng xuất khẩu cá rô phi từ Trung Quốc (nguồn cung cá rô phi lớn nhất cho thị trường Mỹ) trong 3Q24 tăng mạnh +17.3% n/n và +40% q/q. Mức tăng trưởng cao bất chấp cho các nhà chế biến cá rô phi Trung Quốc vẫn chưa phục hồi hoàn toàn sau những khó khăn (bão Yagi, chi phí thức ăn thủy sản cao). Từ 4Q24F trở đi, cá rô phi Trung Quốc có thể bước vào mùa thu hoạch nhờ sự phục hồi sau bão và chi phí thức ăn thủy sản giảm..
- **Cá minh thái Mỹ:** Theo dữ liệu từ NOAA, ngành cá minh thái Mỹ đang đối mặt với giá xuất khẩu giảm do nhu cầu yếu và cạnh tranh gia tăng tại EU. Hơn nữa, tình hình có thể trở nên tồi tệ hơn do việc Nga tăng hạn ngạch khai thác cá minh thái thêm +7% cho năm 2025F. Do đó, chúng tôi lo ngại rằng các chính sách dưới nhiệm kỳ Trump có thể được thực hiện nhằm bảo vệ ngành thủy sản trong nước, qua đó thúc đẩy tiêu thụ nội địa thay vì duy trì mức xuất khẩu cao như trước đây.

Sản lượng và giá bán xuất khẩu được dự báo sẽ tăng mạnh trong 1H25F

Vào năm 2025F, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu cá tra sang Mỹ sẽ không tăng mạnh như năm 2024 do tốc độ bổ sung hàng tồn kho có phần chững lại. Cụ thể, chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra sẽ tăng trưởng tích cực trong 1H25F, trước khi các mức thuế được áp dụng, sau đó dần trở lại mức bình thường trong phần còn lại của năm 2025F. Về giá bán, chúng tôi cũng kỳ vọng sẽ có sự tăng trưởng mạnh trong 1H25F, do nhu cầu nhập hàng cao và tình trạng thiếu nguồn cung cá tra nguyên liệu trong nước, sau đó sẽ ổn định hơn trong 2H25F.

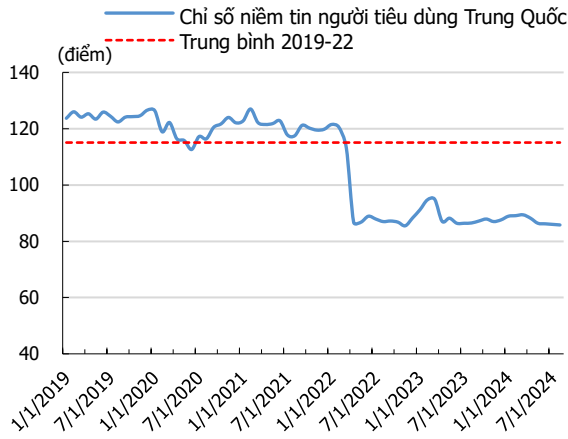
Thị trường Trung Quốc – Con đường còn nhiều trắc trở

Tiêu thụ yếu kéo dài lâu hơn dự kiến

Sau hàng loạt chính sách kích thích của chính phủ Trung Quốc, triển vọng chi tiêu nội địa vẫn ảm đạm, thể hiện qua tăng trưởng chậm chạp của doanh số bán lẻ, đặc biệt tại kênh dịch vụ ăn uống. Nguyên nhân chủ yếu là niềm tin tiêu dùng ảm đạm (Hình 7, 8). Theo Viện Seabridge

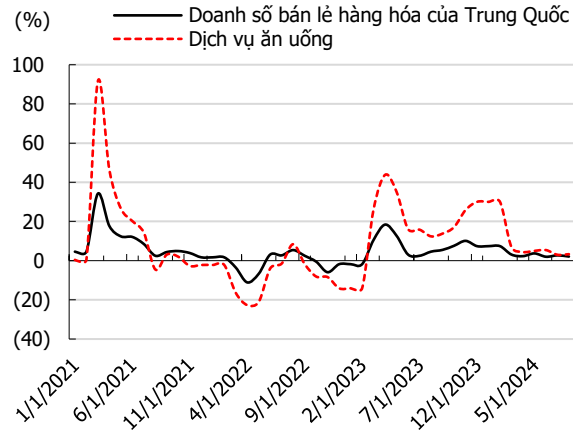
International, giá thủy sản bị ảnh hưởng bởi tiêu dùng nội địa chậm, dẫn đến người tiêu dùng có xu hướng tìm kiếm các loại thủy sản khác có giá cả phải chăng hơn. Do đó, các nhà xuất khẩu thủy sản buộc phải giảm giá bán để duy trì thị phần.

Hình 7. Niềm tin người tiêu dùng tại Trung Quốc vẫn còn yếu



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 8... Dẫn đến chi tiêu thấp ở các kênh dịch vụ ăn uống



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Mối lo ngại về nguồn cá minh thái Nga dồi dào có thể làm gia tăng cạnh tranh về giá

Theo Intrafish, Nga đã tăng cường xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc nhằm bù đắp sản lượng xuất khẩu giảm tại Mỹ và EU do các lệnh trừng phạt và thuế quan cao. Cụ thể, trong 8T24, Trung Quốc trở thành điểm đến của hơn một nửa sản lượng thủy sản xuất khẩu từ Nga, với sản phẩm chủ lực là cá minh thái (một trong những sản phẩm cạnh tranh chính của cá tra). Ngoài ra, rủi ro cạnh tranh với các loại cá thịt trắng nội địa khác còn hiện hữu, như chúng tôi đã đề cập trong [Báo cáo triển vọng ngành thủy sản 2H24](#). Do đó, chúng tôi cho rằng những trở ngại này có thể kéo dài đến 2025F và gia tăng cạnh tranh về giá.

Trong 2025F, chúng tôi tin rằng sự phục hồi tiêu dùng được kỳ vọng chưa khả quan và nguồn cung dồi dào của các sản phẩm thay thế khác, khiến cho tăng trưởng xuất khẩu cá tra khó ghi nhận tăng trưởng trưởng cao. Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu sẽ duy trì ở mức vừa phải. Về giá bán, các nhà xuất khẩu cá tra phải đánh đổi giữa sản lượng xuất khẩu và giá bán, chấp nhận giá bán thấp để đẩy mạnh sản lượng. Do đó, các doanh nghiệp tập trung vào thị trường Trung Quốc khó mở rộng biên lợi nhuận.

Thị trường EU – Nguồn cung dư thừa là rào cản chính cho sự phục hồi

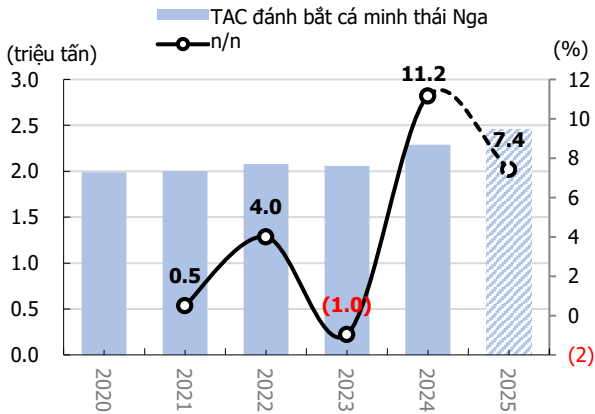
Nguồn cung cá minh thái dồi dào từ Nga có thể kéo dài cuộc cạnh tranh khốc liệt ở EU

Theo Bộ Nông nghiệp Nga, Nga đã thiết lập hạn ngạch đánh bắt cá minh thái ở vùng Viễn Đông của nước này cho năm 2025F ở mức 2.46 triệu tấn, tăng +7% n/n tổng hạn ngạch khai thác cho phép (TAC).

Nhìn lại diễn biến năm 2024, TAC tăng +11.2% (đạt 2.3 triệu tấn) đã dẫn đến nguồn cung cá minh thái dư thừa tại thị trường EU, gây ra áp lực về giá bán giữa các loại cá thịt trắng (Hình 9, 10). Bất chấp cho EU đã ban hành mức thuế nhập khẩu cao hơn 13.7% đối với thủy sản Nga. Kết quả là sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam sang EU chỉ tăng nhẹ +4.7% n/n trong 10T24 và +3.4% n/n trong 3Q24, trong khi giá bán giảm xuống còn USD2.58/kg trong 3Q24 (giảm -8.2% n/n/ -5.5% q/q).

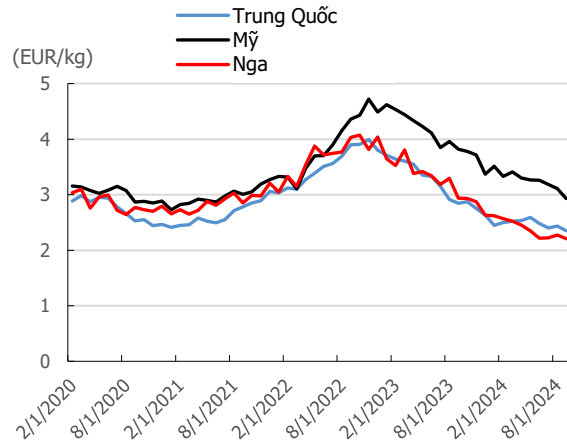
Chúng tôi tin rằng triển vọng xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang thị trường EU tiếp tục gặp nhiều thách thức cả về sản lượng lẫn giá bán, do nguồn cung cá minh thái được dự báo duy trì đà tăng trong năm 2025F, đặc biệt khi nhu cầu chỉ đang ở giai đoạn đầu phục hồi.

Hình 9. TAC cao đối với cá minh thái Nga có thể làm tăng cạnh tranh tại EU



Nguồn: Tradexfood, KIS Research

Hình 10... Qua đó, kéo giá bán cá minh thái và các sản phẩm thay thế khác giảm



Nguồn: EUMOFA, KIS Research

3. Nguồn cung nội địa thu hẹp và chi phí thức ăn ở mức thấp trong 2025F

Do triển vọng xuất khẩu ảm đạm, nguồn cung cá tra nguyên liệu trong nước và giá bán cũng đang có xu hướng giảm:

Nguồn cung cá tra nguyên liệu trong nước tiếp tục ở mức thấp trong 2025F

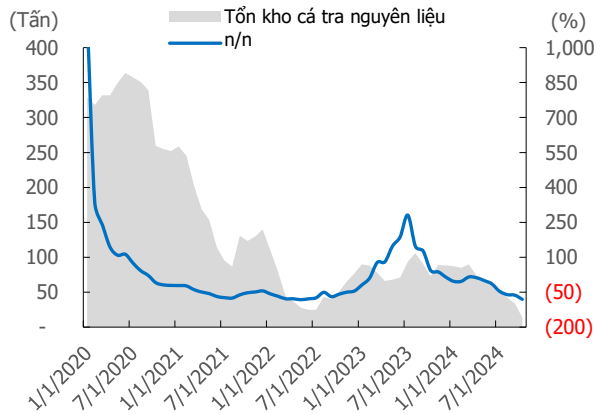
- Nguồn cung cá tra nguyên liệu trong nước đang dần thu hẹp, thể hiện qua (1) tồn kho cá tra nguyên liệu tại Đồng bằng sông Cửu Long gần như ở mức thấp nhất lịch sử, theo dữ liệu từ Agromonitor. (2) Diện tích nuôi cá tra tiếp tục giảm tại tỉnh Đồng Tháp (tỉnh có diện tích nuôi cá tra lớn nhất cả nước) (Hình 11, 12). Do đó, chúng tôi cho rằng nguồn cung cá tra nguyên liệu sẽ chưa có thể phục hồi về mức bình thường trong ít nhất 1H25F.

Chi phí đầu vào được dự đoán ổn định, hỗ trợ biên lợi nhuận của ngành

- Giá giống và cá tra nguyên liệu có thể tăng mạnh trong 1H25F sau đó ổn định trong 2H25F. Chúng tôi dự báo diễn biến giá của cá giống và cá nguyên liệu sẽ tăng trong bối cảnh nguồn cung cạnh kiện trong nửa đầu 2025F, và chỉ quay về mức trung bình khi các hộ nuôi gia tăng hoạt động thả nuôi trở lại.
- Về chi phí thức ăn nuôi trồng thủy sản (chiếm 70–75% chi phí nuôi), giá bã đậu nành (một thành phần chính trong thức ăn thủy sản) dự báo sẽ giảm nhẹ trong năm 2025F. Theo dữ liệu từ Agromonitor, giá bột đậu nành giảm nhờ vào điều kiện thời tiết thuận lợi tại Mỹ và Brazil, hỗ trợ sự phát triển và thu hoạch của vụ mùa mới trong 2025F.

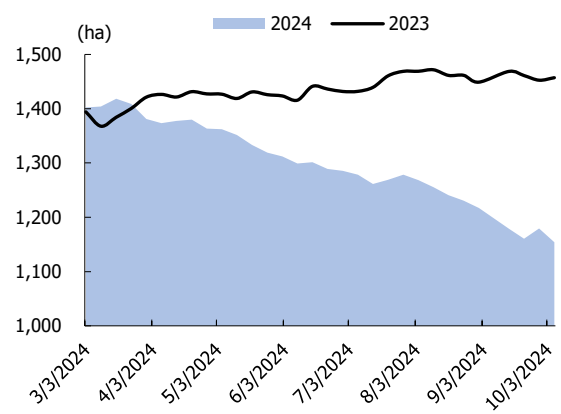
Kết luận, trong năm 2025F, các yếu tố này có thể giúp ổn định biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp niêm yết.

Hình 11. Nguồn cung cá tra nguyên liệu trong nước vẫn ở mức thấp



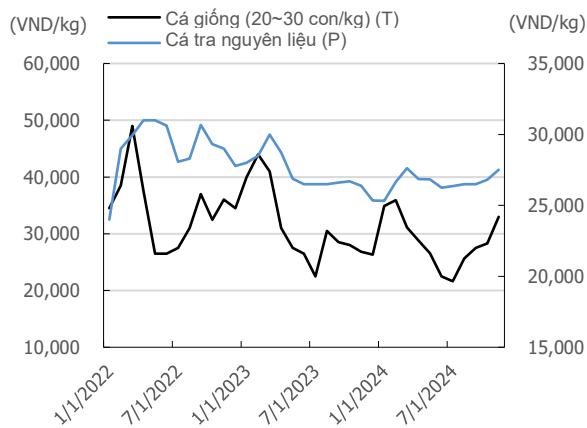
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 12. Diện tích nuôi cá tra tại Đồng Tháp tiếp tục giảm trong 10T24



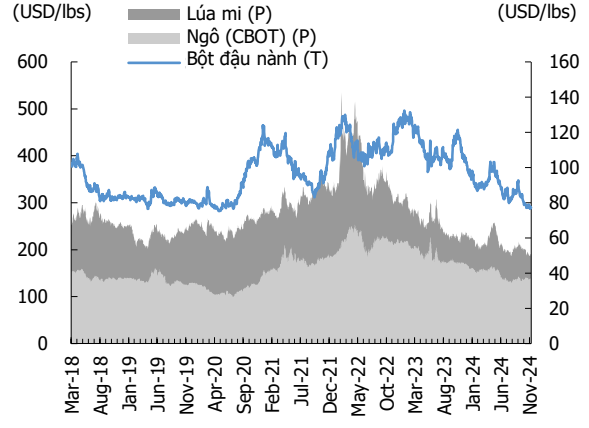
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 13. Giá cá giống và cá nguyên liệu được dự đoán ổn định trong 2025F



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 14. Giá nông sản giảm mạnh, kéo theo giá thức ăn thủy sản giảm



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

IV. Ngành tôm – Ngã rẽ: Lên hay xuống?

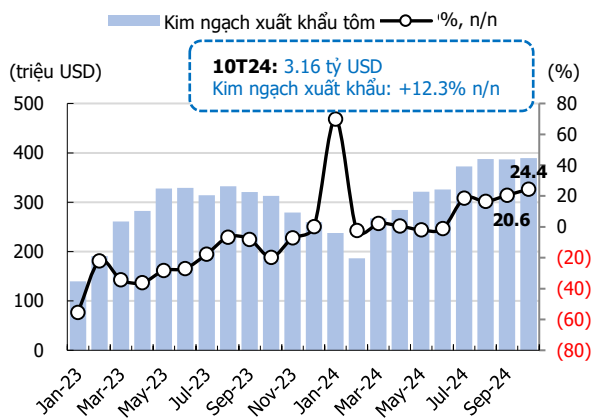
1. 10T24 – Cuộc đua tiếp tục gia tăng

Xuất khẩu tôm tăng về sản lượng nhưng giá bán thấp

Trong 10T24, theo dữ liệu từ Agromonitor, tổng giá trị xuất khẩu tôm đạt 3.16 tỷ USD (tăng +12.3% n/n), chủ yếu nhờ vào sản lượng xuất khẩu tăng (đạt 346.5 triệu tấn, tăng +14.1% n/n). Tuy nhiên, giá bán tôm vẫn ở mức thấp, chỉ đạt USD9.11/kg (giảm -1.53% n/n). Đặc biệt, giá tôm xuất khẩu đã bất ngờ phục hồi trong Tháng 9 và Tháng 10/2024, nhờ vào thị trường Trung Quốc (Hình 17). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng giá bán tôm thẻ chân trắng (chiếm khoảng 70-75% xuất khẩu tôm của Việt Nam) chưa phục hồi (Hình 18).

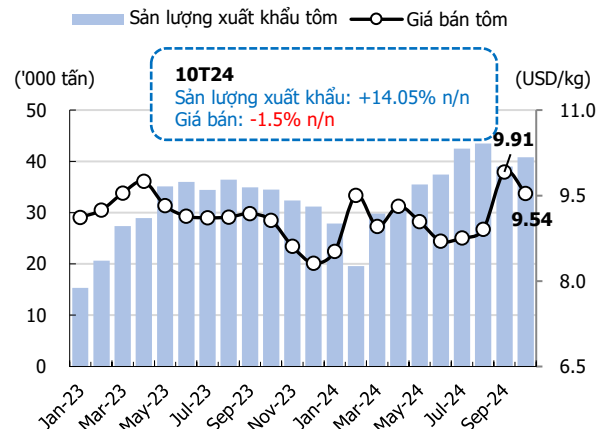
Chúng tôi nhận thấy đà phục hồi của giá bán tôm đang tiến triển chậm vì (1) chi tiêu thận trọng đối với các sản phẩm thủy sản có giá trị cao (bao gồm tôm), (2) giá tôm từ các đối thủ cạnh tranh (Ecuador và Ấn Độ) ở thị trường Mỹ và EU duy trì ở mức thấp, khiến các công ty Việt Nam gặp khó khăn trong việc tăng giá bán, và (3) các công ty duy trì mức giá hợp lý để thúc đẩy sản lượng xuất khẩu.

Hình 15. Kim ngạch xuất khẩu tôm phục hồi mạnh



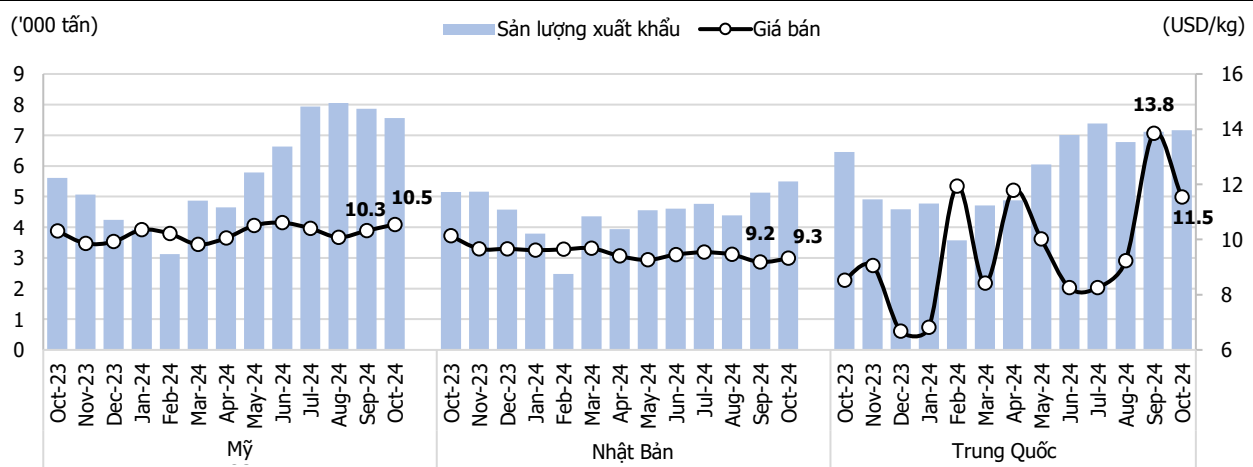
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 16... Chủ yếu nhờ sản lượng xuất khẩu và giá bán tôm tăng nhẹ



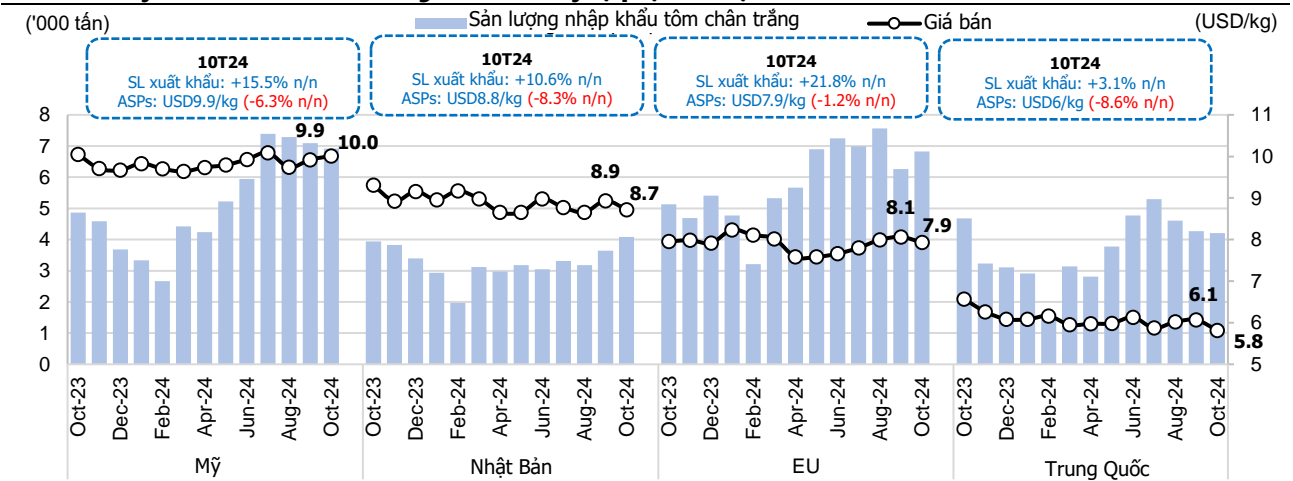
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 17. Giá bán tôm tại thị trường Trung Quốc là điểm sáng, trong khi các thị trường khác vẫn thấp



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 18... Tuy nhiên, tôm thẻ chân trắng chưa cho thấy sự phục hồi mạnh



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Theo như diễn biến cân cung - cầu tôm toàn cầu trong 9T24, chúng tôi nhận thấy:

- **Nhu cầu:** Sự phục hồi trong tiêu thụ tôm diễn ra không đồng đều ở các thị trường chính. EU và Nhật Bản đã có dấu hiệu phục hồi về sản lượng nhập khẩu, trong khi thị trường Mỹ tăng trưởng chậm hơn;
- **Nguồn cung:** Ecuador và Ấn Độ tiếp tục đẩy mạnh nguồn cung tôm mặc dù nhu cầu chưa hoàn toàn phục hồi. Yếu tố này đã ảnh hưởng đến giá bán tôm.

Bảng 7. Tình hình cung - cầu tại các quốc gia xuất khẩu và tiêu thụ chính trong 9T24

Cung		Cầu	
Quốc gia	Nhận định của KIS	Quốc gia	Nhận định của KIS
Ecuador	<p>- Trong 9T24, doanh thu xuất khẩu tôm giảm nhẹ xuống còn 4.47 tỷ USD (giảm -7.17% n/n), sản lượng xuất khẩu ổn định so với cùng kỳ, nhưng giá bán giảm mạnh -7% n/n. Ecuador đã chuyển một phần nguồn cung sang Mỹ và EU do những khó khăn trong việc xuất khẩu sang Trung Quốc (thị trường lớn nhất của Ecuador).</p> <p>- Theo Diễn đàn Tôm Toàn cầu Tháng 9/2024, nguồn cung tôm từ Ecuador tăng nhẹ +2% n/n trong 6T24, nhưng có thể tăng mạnh +10% n/n trong 2H24F. Điều này có thể đưa tổng sản lượng xuất khẩu của quốc gia này lên 1.28 triệu tấn vào năm 2024.</p>	Mỹ	<p>- Nhìn chung, hành vi tiêu dùng thận trọng đã khiến nhu cầu tôm ở Mỹ giảm sút. Đặc biệt, giá tôm đông lạnh giảm -4.7% trong Tháng 9/2024, theo dữ liệu từ Circana.</p> <p>- Trong 9T24, tổng sản lượng tôm đông lạnh nhập khẩu vào Mỹ giảm -4.5% n/n. Tuy nhiên, có sự tăng trưởng tích cực từ Việt Nam, với sản lượng tăng +9.1% n/n nhờ giá bán giảm nhanh hơn so với các đối thủ.</p>
Ấn Độ	<p>- Trong 8T24, kim ngạch xuất khẩu tôm đạt 3.07 tỷ USD (giảm -5% n/n), chủ yếu do giá bán thấp, trong khi sản lượng xuất khẩu ổn định. Theo số liệu từ Hải quan Ấn Độ, sản lượng xuất khẩu tôm sang Mỹ và EU ghi nhận tăng trưởng nhẹ, nhưng gặp khó khăn tại các thị trường châu Á.</p> <p>- Theo Diễn đàn Tôm Toàn cầu vào Tháng 9/2024, dữ liệu xuất khẩu cho thấy sản lượng thu hoạch 2024F có thể đạt ngang mức 2023, với sản lượng xuất khẩu tôm của Ấn Độ tăng +5%, đạt mức đỉnh của năm 2021.</p>	EU	<p>- Tiêu thụ tôm ở các thị trường EU đã thu hút sự chú ý, giúp hồi sinh nhu cầu nhập khẩu tôm trong 8T24. Cụ thể, nhập khẩu tôm đạt 343.8 nghìn tấn (tăng +4% n/n). Nhập khẩu từ Ecuador tăng mạnh 10% n/n; Các nhà cung cấp lớn khác bao gồm Ấn Độ (tăng +2% n/n), Argentina (tăng +16% n/n) và Việt Nam (tăng +12% n/n).</p> <p>- Tuy nhiên, giá bán tôm vẫn ở mức thấp do áp lực cung ứng từ sản lượng dư thừa của Ecuador và Ấn Độ.</p>

<p>Indonesia</p> <ul style="list-style-type: none"> - Xuất khẩu tôm vẫn âm đậm trong 8T24. Theo số liệu từ Hải quan Indonesia, kim ngạch xuất khẩu tôm giảm -9% n/n xuống còn 1.04 tỷ USD, và sản lượng xuất khẩu giảm -7% n/n. - Các thị trường chính ghi nhận sự sụt giảm về sản lượng, bao gồm Mỹ (giảm -7% n/n), Nhật Bản (giảm -2% n/n), và Trung Quốc (giảm -43% n/n), nhưng phần nào được bù đắp bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ tại thị trường EU (tăng +46% n/n). 	<p>Nhật Bản</p> <ul style="list-style-type: none"> - Trong 9T24, sản lượng nhập khẩu tôm của Nhật Bản phục hồi nhẹ (tăng +6.76% n/n, đạt 150 nghìn tấn). Việt Nam duy trì vị trí dẫn đầu là nhà xuất khẩu lớn nhất, với sản lượng 34,000 tấn (tăng +9.6% n/n), theo số liệu từ Hải quan Nhật Bản. - Tiềm năng phục hồi giá bán tôm vẫn còn hạn chế do sự suy yếu của đồng JPY và sự cạnh tranh từ các thực phẩm giàu đạm có giá thấp hơn.
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Nguồn: KIS Research tổng hợp

2. Sản lượng xuất khẩu là động lực tăng trưởng quan trọng trong năm 2025F

Thị trường Mỹ – Thách thức!

Tiêu thụ tôm tại thị trường Mỹ chưa phục hồi

Theo dữ liệu từ NOAA, trong 10T24, nhập khẩu tôm vào Mỹ vẫn yếu ở cả các sản phẩm tôm chế biến sẵn và tôm đông lạnh (Bảng 8). Theo dữ liệu từ Circana và 210 Analytics, doanh thu bán lẻ thủy sản đông lạnh chưa có tín hiệu cải thiện, giảm nhẹ 0.3% n/n trong Tháng 9/2024 và -2.7% cho cả 3Q24 (Hình 19). Nguyên nhân chủ yếu là các nhà bán lẻ đều áp dụng chiến lược khuyến mãi để kích thích sản lượng bán hàng. Điều này phản ánh phần nào sự phục hồi chậm trong chi tiêu của người tiêu dùng đối với thực phẩm có giá trị cao (như tôm), khi người tiêu dùng đang ưu tiên tiết kiệm bằng cách chọn các sản phẩm thủy sản có giá rẻ hơn. Tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu tôm của Việt Nam ghi nhận kết quả tốt hơn trong 10T24 nhờ vào sự thay đổi hành vi tiêu dùng sang các loại tôm lớn và giá rẻ hơn.

Trong 2025F, chúng tôi dự báo tình hình xuất khẩu tôm tại Mỹ sẽ không có dấu hiệu khả quan ít nhất đến hết 1H25F.

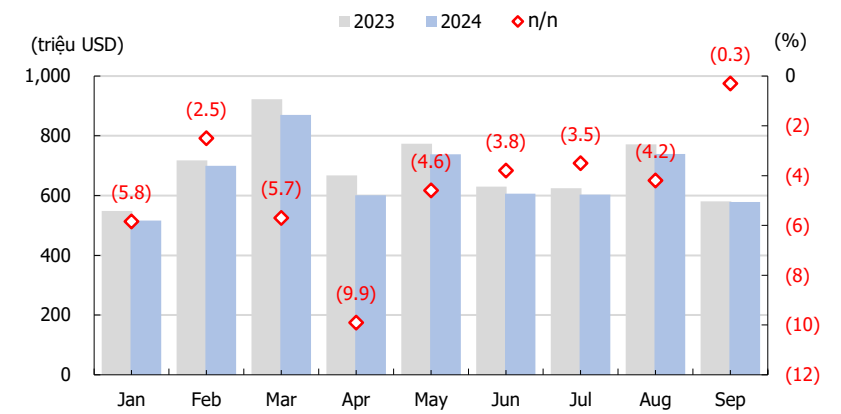
Bảng 8. Tôm Việt Nam ghi nhận tăng trưởng sản lượng nhờ giá bán giảm mạnh

(kg, USD/kg, %, đpt)

	Sản lượng tôm			Giá bán tôm			Thị phần		
	10T2023	10T2024	n/n	10T2023	10T2024	n/n	10T2023	10T2024	n/n
Tôm chế biến									
INDONESIA	43,771,221	41,528,626	(5.1)	7.90	7.54	(4.6)	30.6	30.3	(0.3)
ẤN ĐỘ	38,258,050	36,700,178	(4.1)	9.83	9.22	(6.1)	26.7	26.8	0.1
VIỆT NAM	31,419,777	32,941,725	4.8	9.93	9.53	(4.0)	21.9	24.0	2.1
THÁI LAN	16,152,628	12,502,046	(22.6)	11.21	10.17	(9.3)	11.3	9.1	(2.2)
ECUADOR	7,313,703	6,832,038	(6.6)	8.74	8.48	(3.0)	5.1	5.0	(0.1)
Tổng	143,182,990	137,074,995	(4.3)	9.26	8.75	(5.5)			
Tôm đông lạnh									
ẤN ĐỘ	204,594,806	205,072,033	0.2	7.56	7.22	(4.5)	40.8	42.7	1.8
ECUADOR	165,176,077	149,985,719	(9.2)	6.70	6.71	0.2	33.0	31.2	(1.8)
INDONESIA	74,523,163	65,446,671	(12.2)	8.16	7.53	(7.7)	14.9	13.6	(1.3)
VIỆT NAM	19,078,176	22,876,956	19.9	11.96	10.40	(13.0)	3.8	4.8	1.0
ARGENTINA	10,895,592	11,877,629	9.0	12.70	12.78	0.7	2.2	2.5	0.3
Tổng	500,850,695	480,480,862	(4.1)	7.88	7.56	(4.1)			

Nguồn: NOAA, KIS Research tổng hợp

Hình 19. Doanh số bán lẻ thủy sản chứng lại, phản ánh xu hướng tiêu dùng thận trọng với các loại thủy sản giá trị cao



Nguồn: Circana & 210 Analytics, KIS Research

Thuế nhập khẩu không tạo áp lực lên xuất khẩu tôm sang Mỹ nhưng đối mặt với rủi ro từ thuế chống bán phá giá (AD) và thuế chống trợ cấp (CVD)

Chúng tôi dự báo rằng mức thuế nhập khẩu dưới nhiệm kỳ thứ hai của Tổng thống Trump sẽ không ảnh hưởng đến các quốc gia xuất khẩu tôm vào Mỹ, vì Mỹ chủ yếu phụ thuộc vào tôm nhập khẩu để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ trong nước. Tuy nhiên, các nhà xuất khẩu tôm vẫn phải chịu thuế chống bán phá giá (AD) và thuế chống trợ cấp (CVD) đối với tôm đông lạnh. Theo thông báo mới nhất của Bộ Thương mại Mỹ (DOC), mức thuế chính thức đã được xác định cho các quốc gia và công ty xuất khẩu tôm sang Mỹ (Bảng 9, 10).

Bảng 9. Tổng hợp thuế chống bán phá giá của các nước xuất khẩu chính vào Mỹ

Thuế chống bán phá giá cuối cùng (AD)		
Đối tác	Công ty	% AD
Ecuador	Sociedad Nacional de Galápagos C.A. / Marina del Rey	0
	Industrial Pesquera Santa Priscila S.A. / Tropical Packing Ecuador Tropack S.A.	0.48 (de minimis) *
Indonesia	PT Bahari Makmur Sejati	0
	PT First Marine Seafoods / PT Khom Foods	3.9
	Khác	3.9

Nguồn: DOC, KIS Research tổng hợp
 (*) de minimis: Không chịu thuế nếu biên độ dưới 1%

Bảng 10. Tổng hợp thuế trợ cấp đối với các nước xuất khẩu chính vào Mỹ

Thuế chống trợ cấp cuối cùng (CVD)		
Đối tác	Công ty	% CVD
Ecuador	Industrial Pesquera Santa Priscila S.A.	3.57
	Sociedad Nacional de Galapagos C.A.	4.41
	Khác	3.78
Ấn Độ	Devi Sea Foods Limited, Devi Sea Foods Inc., Devee Horizon LLP, Devee Power Corporation Limited, Devee Superior Feeds Limited	5.87
	Sandhya Aqua Exports Pvt. Ltd.; Neeli Sea Foods Private Limited; Vijay Aqua Processors Private Limited; Neeli Aqua Farms	5.63
	Khác	5.77
Indonesia	PT Bahari Makmur Sejati	0.20 (de minimis) *
	PT First Marine Seafoods / PT Khom Foods	0.71 (de minimis) *
Việt Nam	CTCP Thủy sản Sóc Trăng	2.84
	Công ty TNHH Thông Thuận	221.82
	Khác	2.84

Nguồn: DOC, KIS Research tổng hợp
 (*) de minimis: Không chịu thuế nếu biên độ dưới 1%

Mặc dù Ecuador và Ấn Độ phải đối mặt với mức CVD cao hơn Việt Nam, chúng tôi tin rằng điều này không tạo ra lợi thế cạnh tranh, vì giá tôm nguyên liệu tại Việt Nam vẫn cao hơn 30-40% so với các nước này, dẫn đến giá tôm xuất khẩu cao hơn ở các thị trường như Mỹ và EU. Chúng tôi cho rằng việc tăng giá tôm để bù đắp mức CVD có thể là một thách thức đối với các nhà xuất khẩu tôm Việt Nam, và bất kỳ sự tăng giá nào có thể ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng xuất khẩu.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng nếu nhu cầu phục hồi mạnh hơn dự kiến, kết hợp với việc tăng giá bán tôm của Ecuador và Ấn Độ, điều này có thể là động lực cho các nhà xuất khẩu tôm Việt Nam tăng giá theo nhằm bù đắp mức thuế CVD.

Thị trường EU – Dàn phục hồi nhưng gặp phải sự cạnh tranh từ Ecuador

Tiêu thụ tôm tại EU dần hồi phục

Tại thị trường EU, tổng sản lượng nhập khẩu tôm đã có triển vọng tươi sáng hơn, với tổng sản lượng nhập khẩu 8T24 tăng +3.6% n/n. Sự tăng trưởng này được hỗ trợ bởi sự phục hồi trong chi tiêu của người tiêu dùng (Bảng 11). Về giá bán tôm xuất khẩu vào EU, giá bán duy trì ở mức thấp chủ yếu do nguồn cung tôm dồi dào còn hiện hữu.

Bảng 11. Sản lượng xuất khẩu tôm sang EU tăng nhẹ nhưng giá bán vẫn giảm do cạnh tranh gay gắt

(*000 tấn, EUR/kg, %, đpt)

Tôm nhập khẩu	Sản lượng tôm			Giá bán tôm			Thị phần		
	8T2023	8T2024	n/n	8T2023	8T2024	n/n	8T2023	8T2024	n/n
ECUADOR	108.9	120.5	10.6	5.4	5.1	(7.0)	32.8	35.0	2.23
ẤN ĐỘ	45.7	46.6	2.1	6.7	6.1	(8.1)	13.8	13.6	(0.20)
ARGENTINA	33.2	38.6	16.3	6.9	6.6	(4.0)	10.0	11.2	1.22
VIỆT NAM	27.1	30.5	12.4	8.4	7.6	(9.4)	8.2	8.9	0.69
VENEZUELA	24.4	27.7	13.3	4.8	5.0	4.9	7.4	8.0	0.69
TRUNG QUỐC	8.9	11.0	23.3	7.4	7.4	(0.4)	2.7	3.2	0.51
Tổng	331.9	343.8	3.6	6.8	6.4	(6.4)			

Nguồn: Eurostat, Agromonitor, KIS Research tổng hợp

Trong 2025F, theo Goldman Sachs Research về Triển vọng Khu vực Euro 2025, tiêu dùng tại EU được dự báo sẽ phục hồi dần nhờ vào lạm phát giảm và tăng trưởng tiền lương danh nghĩa vững chắc. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng triển vọng tươi sáng hơn cho tiêu thụ tôm tại EU, từ đó thúc đẩy xuất khẩu tôm của Việt Nam.

Cạnh tranh về giá có thể tiếp diễn trong năm 2025F

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng Ecuador đã giành được thị phần tại EU bằng cách đa dạng hóa sản phẩm của mình, bao gồm các sản phẩm tôm giá trị gia tăng, theo thông tin từ Tradexfood. Điều này có thể tạo ra sự cạnh tranh đối với các sản phẩm tôm chế biến của Việt Nam, khiến sự cạnh tranh về giá trở nên gay gắt hơn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng giá tôm xuất khẩu của Việt Nam có thể không giảm mạnh như năm 2024 nhưng có thể chỉ ở mức vừa thấp như mức hiện tại cho đến khi nguồn cung tôm được hấp thụ dần và tiêu dùng tăng mạnh mẽ hơn.

Thị trường Nhật Bản – Động lực tăng trưởng: cạnh tranh thấp và nhu cầu phục hồi

Theo Cục Hải quan Nhật Bản, tổng sản lượng nhập khẩu tôm đã có sự phục hồi nhẹ với mức tăng 6.8% n/n trong 9T24. Trong khi đó, giá bán tôm vẫn duy trì ở mức thấp khi hầu hết các nhà xuất khẩu duy trì chiến lược giá thấp để thúc đẩy sản lượng xuất khẩu trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi chậm, cùng với việc đồng JPY yếu, làm giảm sức mua trong nửa đầu 2024.

Bảng 12. Tôm Việt Nam giữ vị trí quan trọng tại thị trường Nhật Bản

(*000 tấn, USD/kg, %, đpt)

Nhập khẩu tôm	Sản lượng tôm			Giá bán tôm			Thị phần		
	9T2023	9T2024	n/n	9T2023	9T2024	n/n	9T2023	9T2024	n/n
VIỆT NAM	30.7	33.7	9.6	10.9	9.9	(9.1)	21.9	22.4	0.6
ẤN ĐỘ	27.2	27.5	1.2	7.8	7.4	(5.0)	19.4	18.3	(1.0)
INDONESIA	24.2	23.0	(4.8)	9.6	9.3	(3.6)	17.2	15.3	(1.9)
THÁI LAN	23.1	21.7	(5.8)	10.2	9.8	(4.8)	16.4	14.5	(1.9)
ECUADOR	4.9	10.8	121.1	7.4	6.7	(9.3)	3.5	7.2	3.7
Tổng	140.6	150.1	6.8	9.6	8.9	(8.1)			

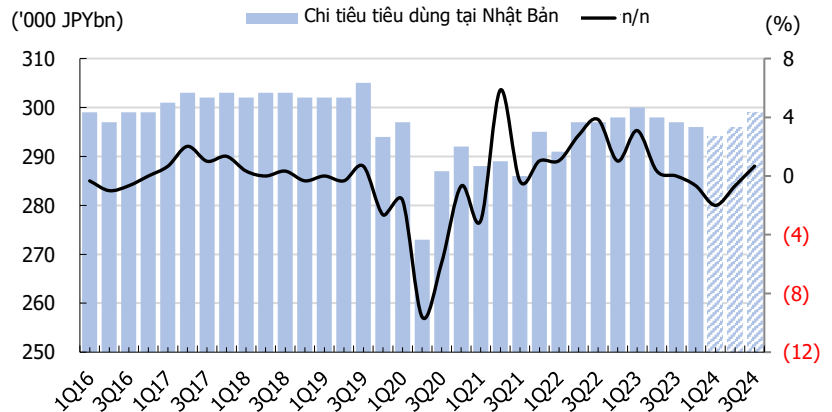
Nguồn: Cục Hải quan Nhật Bản, Agromonitor, KIS Research tổng hợp

Chi tiêu tiêu dùng tăng mạnh có thể hồi sinh ngành tôm xuất khẩu

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy chi tiêu của người tiêu dùng đang dần phục hồi kể từ 3Q24, với mức tăng trưởng n/n vừa phải là +0.7%, đánh dấu mức tăng trưởng dương đầu tiên kể từ 3Q23 (Hình 20). Chính sách tăng trưởng tiền lương và đồng JPY mạnh lên cũng là những yếu tố kéo chi tiêu cải thiện. Chúng tôi tin rằng những yếu tố trên có thể tiếp tục là động lực tốt cho sự phục hồi ở kênh dịch vụ ăn uống và bán lẻ.

Trong 2025F, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu tôm của Việt Nam sẽ duy trì xu hướng tăng trưởng vừa phải, trong khi giá bán tôm có thể tăng nhẹ nhờ vào (1) dự báo nền kinh tế sẽ thuận lợi hơn và (2) giảm cạnh tranh tại Nhật Bản, điều này có thể giúp các nhà xuất khẩu tôm dễ dàng tăng giá khi nhu cầu vực dậy.

Hình 20. Chi tiêu tiêu dùng mạnh hơn là động lực chính cho xuất khẩu tôm Việt Nam sang Nhật Bản trong 2025F



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

3. Giá bán tôm nguyên liệu cao ảnh hưởng lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp

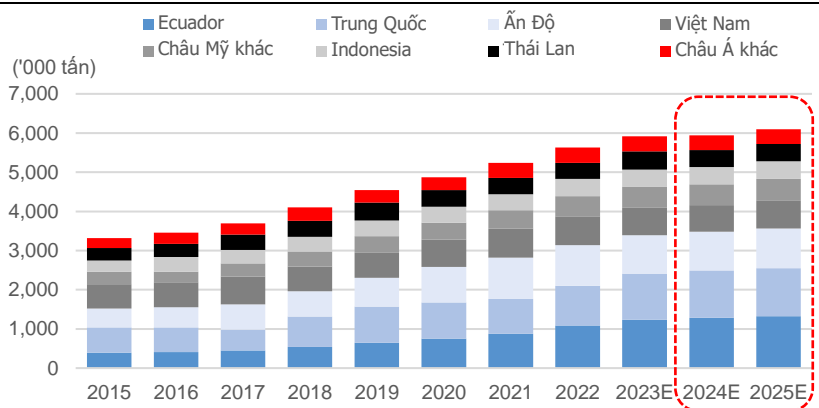
Biến động trong biên LN của các nhà xuất khẩu tôm chủ yếu chịu ảnh hưởng bởi giá tôm nguyên liệu và giá bán tôm xuất khẩu đầu ra. Trong đó, giá bán tôm chế biến chịu tác động từ yếu tố cung cầu toàn cầu, trong khi giá tôm nguyên liệu chủ yếu phụ thuộc vào nguồn cung trong nước. Chúng tôi có nhận định về hai biến số này như sau:

- **Nguồn cung tôm toàn cầu dự báo sẽ tăng trưởng trong 2025F.** Theo báo cáo của Rabobank, sản lượng tôm toàn cầu có thể tăng nhẹ 1% n/n trong 2024 và dự kiến sẽ tăng 2% n/n trong 2025F, đạt hơn 6 triệu tấn. Trong đó, Ecuador, nhà sản xuất tôm hàng đầu, dự báo sản lượng tôm sẽ tăng 4% n/n trong 2024 và 3% n/n trong 2025F. Trong bối cảnh nhu cầu phục hồi

Nguồn cung dồi dào có thể khiến giá bán tôm tiếp tục duy trì ở mức thấp

chậm, việc tăng trưởng nguồn cung trong 2025F càng làm mờ triển vọng tăng giá bán tôm.

Hình 21. Nguồn cung tôm toàn cầu được dự báo tăng nhẹ trong 2025F



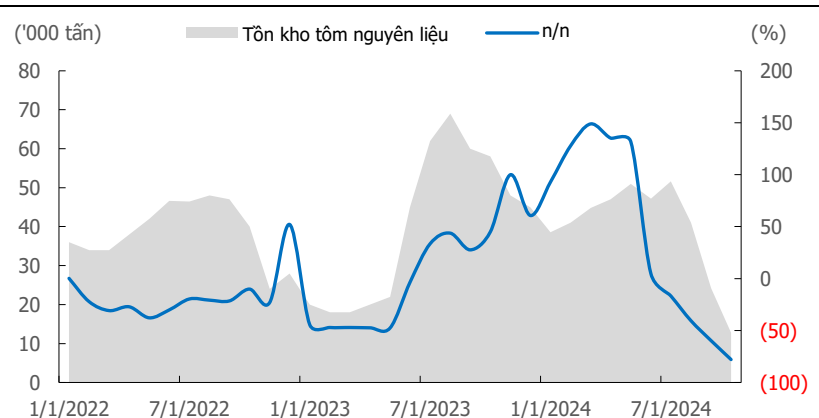
Nguồn: Rabobank, FAO, GSA Summit Survey 2024, KIS Research

Giá tôm nguyên liệu leo thang có khả năng ảnh hưởng tiêu cực đến biên LN gộp của các doanh nghiệp chế biến tôm

- Nguồn cung tôm nguyên liệu trong nước:** Trong 4Q24, mùa mưa và dịch bệnh khó lường đã khiến tồn kho tôm nguyên liệu đã giảm về mức thấp nhất kể từ 2022. Vào Tháng 10/2024, tồn kho tôm chân trắng nguyên liệu chỉ còn 12,800 tấn (giảm -78% n/n / -47% m/m), gây ra tình trạng giá tôm nguyên liệu tăng đột biến (Hình 22, 23). Theo quan điểm của các chuyên gia trong ngành, tình trạng thiếu hụt tôm nguyên liệu có thể kéo dài đến 1Q25F.

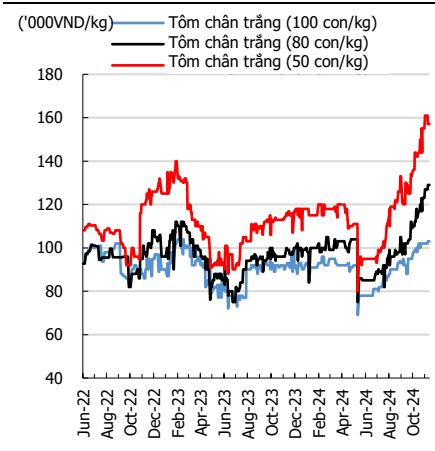
Hệ quả là, chi phí tôm nguyên liệu giữa Việt Nam và các đối thủ ngày càng mở rộng (Hình 24). Điều này hàm ý, năng lực cạnh tranh của các nhà xuất khẩu tôm Việt Nam đang suy giảm, khi họ không thể tăng giá bán tôm để bù đắp chi phí nguyên liệu đầu vào tăng. Tóm lại, chúng tôi đánh giá, xu hướng biên LN gộp của ngành có thể bị ảnh hưởng tiêu cực trong 4Q24F và ít nhất cho đến 1Q25F. Sau đó, khi điều kiện thời tiết trở nên thuận lợi hơn, nguồn cung dự báo sẽ trở lại mức bình thường, giúp ổn định chi phí đầu vào cho các nhà chế biến tôm.

Hình 22. Thiếu hụt tôm nguyên liệu diễn ra do mùa mưa trong 3Q24



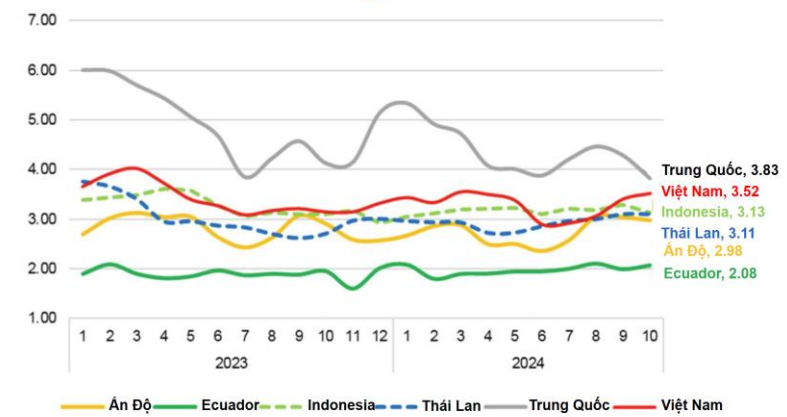
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 23. Giá tôm nguyên liệu tăng mạnh



Nguồn: VASEP, KIS Research

Hình 24... Qua đó, giá tăng khoảng cách với các đối thủ cạnh tranh, làm ảnh hưởng lên khả năng cạnh tranh



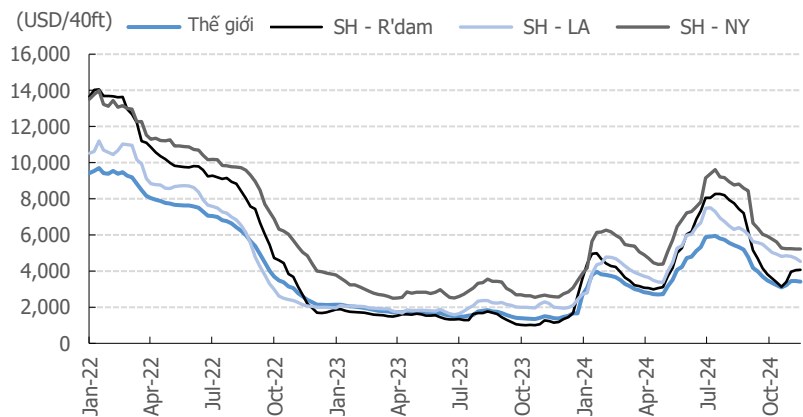
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

V. Rủi ro cần cân nhắc

Tiêu thụ toàn cầu phục hồi chậm. Nếu tình trạng tiêu thụ hải sản yếu ở các thị trường chính kéo dài lâu hơn dự kiến, điều này có thể làm chậm đà phục hồi sản lượng xuất khẩu và giá bán, mặc dù được hưởng lợi từ chính sách thuế xuất khẩu của Mỹ. Do đó, kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận cho cả ngành cá tra và tôm có thể bị cản trở.

Chi phí vận chuyển là biến số không thể dự đoán, có thể tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản, đặc biệt là những doanh nghiệp chủ yếu hoạt động theo điều kiện CIF (người bán chịu chi phí vận chuyển). Trong 3Q24, tỷ lệ chi phí vận chuyển trên doanh thu của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản có tăng lên, phần nào làm giảm tăng trưởng của họ (Hình 26, 27, 28). Vì vậy, chúng tôi coi đây là một rủi ro tiềm ẩn và khuyến nghị theo dõi chặt chẽ xu hướng chi phí vận chuyển trong thời gian tới.

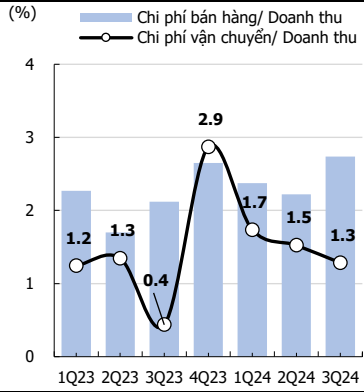
Hình 25. Giá cước container tăng mạnh



Nguồn: Drewry, KIS Research

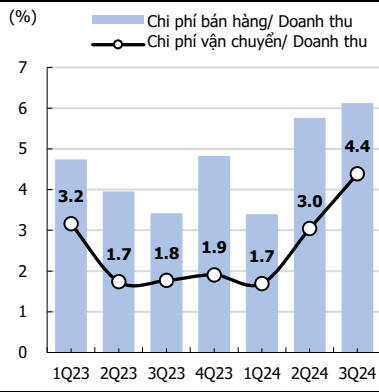
(*) Ghi chú: SH - R'dam: Thượng Hải đến Rotterdam; SH - LA: Thượng Hải đến Los Angeles; SH - NY: Thượng Hải đến New York

Hình 26. VHC giảm chi phí vận chuyển nhờ tỷ lệ đơn hàng FOB cao



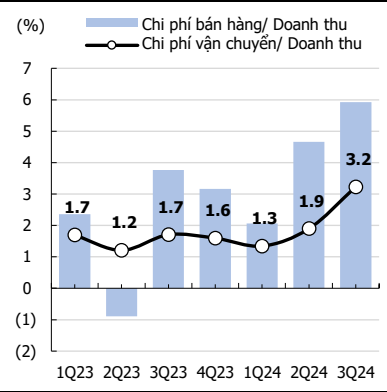
Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinX, KIS Research

Hình 27...Trong khi đó, ANV chịu gánh nặng chi phí vận chuyển đáng kể trong 3Q24



Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinX, KIS Research

Hình 28. FMC cũng tương tự do đơn hàng DDP cao vào thị trường Mỹ trong 3Q24



Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinX, KIS Research

Phân tích công ty

CTCP Vĩnh Hoàn VHC

CTCP Nam Việt ANV

CTCP I.D.I IDI

CTCP Thực phẩm Sao Ta FMC

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

MUA (Duy trì), GMT 84,900 đồng

Giá cp (13/12, đồng)	72,600
Vốn hóa (triệu đô)	642
SLCP lưu hành (triệu)	224
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	77,125/55,111
GTGD TB 6T (triệu đô)	2.00
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	49.9/28.4
Cổ đông lớn (%)	
Trương Thị Lệ Khanh	42.3
Dragon Capital	6.8

Năm	DT	LNHB	LNST	EPS	% TĐ	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2022A	13,231	2,254	2,013	10,662	78.0	41,027	11.1	1.3	19.8	29.7	2.9
2023A	10,033	969	974	4,865	(54.4)	44,629	14.3	1.7	8.3	11.6	2.6
2024F	12,483	1,324	1,257	5,169	6.3	38,413	13.0	1.9	10.1	13.8	5.5
2025F	13,497	1,724	1,550	6,338	22.6	42,751	10.5	1.7	11.7	15.8	2.7
2026F	15,120	2,134	1,894	7,745	22.2	48,496	8.6	1.5	13.0	17.1	2.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

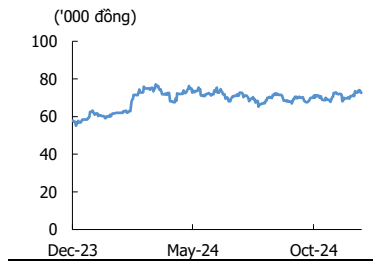
Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Không chắc chắn trong ngắn hạn nhưng tăng trưởng vững chắc trong dài hạn

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.8	(3.8)	22.0
Tương quan VNI (%)	(0.7)	(1.8)	6.5

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Dự phóng kết quả kinh doanh của VHC

(tỷ đồng, %)

	1Q25F		2Q25F		1H25F		2025F		Consensus	
					n/n	q/q		n/n	1H25F	2025F
Doanh thu	3,156	3,662	6,818	12.7	5.6	13,497	8.1	N/A	14,064	
<i>Cá tra phi-lê và sản phẩm liên quan</i>	2,181	2,651	4,833	13.6	3.6	9,630	7.8	-	-	
<i>Sa Giang</i>	167	198	365	4.1	(4.3)	764	4.3	-	-	
<i>Collagen & Gelatin</i>	279	259	538	17.6	41.9	993	18.8	-	-	
<i>By-products</i>	470	471	942	5.0	5.1	1,883	5.0	-	-	
<i>Thực phẩm Thanh Ngọc</i>	59	81	141	30.4	70.3	228	19.5	-	-	
LNST-CTM	356	425	781	60.1	11.8	1,435	22.6	N/A	1,533	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research ước tính

4Q24F – Tiếp tục đà tăng trưởng. Dựa trên kết quả kinh doanh trong 9T24 và tăng trưởng doanh thu của VHC trong Tháng 10/2024, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của VHC sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng tích cực trong 4Q24F, với doanh thu đạt 3,153 tỷ đồng (tăng +31.6% n/n / -3.8% q/q) và LNST-CTM đạt 362 tỷ đồng (tăng +6.6x n/n / +12.9% q/q). Biên LN gộp có thể phục hồi lên 18.9% (tăng +10.8đpt n/n/ +1.3đpt q/q), nhờ giá bán cá tra xuất khẩu sang Mỹ khả quan và chi phí đầu vào ổn định. Dự báo mới của chúng tôi cho năm 2024F là doanh thu đạt 12,483 tỷ đồng (tăng +24.4% n/n) và LNST-CTM đạt 1,170 tỷ đồng (tăng +27.3% n/n).

2025F - Thị trường Mỹ đóng vai trò quan trọng thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu cá tra: Chúng tôi dự báo doanh thu của VHC trong 2025F sẽ đạt 13,497 tỷ đồng (tăng +8.1% n/n) và LNST-CTM đạt 1,435 tỷ đồng (tăng +22.6% n/n). Chúng tôi đã giảm dự báo cho 2025F do giá bán cá tra yếu hơn kỳ vọng, do triển vọng xuất khẩu ảm đạm sang các thị trường Trung Quốc và EU. Các dự phóng của chúng tôi như sau:

- Phi lê cá tra và các sản phẩm liên quan:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu đạt 9,630 tỷ đồng (tăng +7.8% n/n), với sản lượng xuất khẩu có thể tăng 2.4% n/n và giá bán cá tra đạt USD3.02/kg (tăng +5.5% n/n). Thị trường Mỹ được kỳ vọng sẽ là động lực chính cho sự tăng trưởng trong 1H25F, nhờ vào hoạt động nhập hàng ồ ạt trước khi các mức thuế nhập khẩu mới của Mỹ có hiệu lực. Trong khi đó, các thị trường Trung Quốc và EU sẽ tiếp tục đối mặt với những khó khăn, như đã

thảo luận trong phần triển vọng ngành thủy sản 2025F.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng chi phí trên mỗi kg thành phẩm sẽ ổn định trong 2025F nhờ giá thức ăn thủy sản và giá cá tra nguyên liệu ổn định, qua đó hỗ trợ biên LN gộp của VHC trong mảng cá tra.

- **Sản phẩm Collagen & Gelatin (C&G):** Dây chuyền thứ 2 bắt đầu đi vào hoạt động vào Tháng 4/2024, nâng tổng công suất thiết kế lên 7,000 tấn/năm, nhưng sẽ không đạt công suất tối đa trong năm 2024, với tổng sản lượng dự báo khoảng 3,000 tấn (40~45% công suất). Trong 2025F, sản lượng C&G dự kiến sẽ tăng trưởng +15~20% n/n (~50% công suất), nhờ vào nhu cầu tiêu thụ cao ở ngành chế biến thực phẩm và chăm sóc sức khỏe.
- **Sa Giang (SGC):** SGC có thể chứng kiến sự tăng trưởng vừa phải về doanh thu từ các sản phẩm bánh phồng tôm và gạo nhờ vào nhu cầu ổn định đối với các sản phẩm này. Chúng tôi dự báo doanh thu của SGC đạt 764 tỷ đồng (tăng +5% n/n).
- **Các mảng khác (sản phẩm phụ, Feed-One...):** Tăng trưởng theo mức tăng trưởng sản lượng cá tra trong 2025F, doanh thu từ các mảng liên quan đến cá tra dự kiến sẽ có mức tăng trưởng vừa phải. Trong khi đó, Thực phẩm Thanh Ngọc dự kiến đóng góp không đáng kể vào tăng trưởng doanh thu của VHC.

Định giá: Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu (GMT) của VHC từ 88,400 đồng/cổ phiếu xuống 84,900 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị **MUA**. Việc giảm GMT là do giá bán cá tra tăng chậm hơn so với kỳ vọng, ảnh hưởng một phần bởi triển vọng xuất khẩu ảm đạm sang các thị trường Trung Quốc và EU trong 2025F.

Rủi ro: Chính sách thương mại có thể làm giảm khả năng cạnh tranh của cá tra tại thị trường Mỹ so với cá minh thái Mỹ. Cụ thể, việc cá minh thái Mỹ quay trở lại thị trường nội địa sau khi thuế nhập khẩu được thực thi có thể làm gia tăng cạnh tranh và ảnh hưởng tiêu cực đến thị phần cá tra.

CTCP Nam Việt. (ANV)

NĂM GIỮ

		Năm	DT	LNHD	LNST	EPS	% TĐ	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
		T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Giá cp (13/12, đồng)	32,800	2022A	4,897	863	674	5,299	4.2x	22,672	4.1	1.0	13.0	25.8	4.6
Vốn hóa (triệu đ)	215	2023A	4,439	183	39	295	(94)	21,392	105	1.5	0.7	1.4	3.2
SLCP lưu hành (triệu)	266	2024F	4,800	236	65	245	(16.6)	15,666	84.3	1.3	1.1	1.9	1.2
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	20,700/13,941	2025F	5,209	368	236	883	2.6x	16,049	23.4	1.3	3.7	5.6	2.4
GTGD TB 6T (triệu đ)	1.62	2026F	5,209	568	383	1,435	62.5	16,984	14.4	1.2	5.7	8.7	2.4
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	31.3/1.5												
Cổ đông lớn (%)													
Doãn Trí	53.9												
Doãn Chí Thanh	12.9												

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

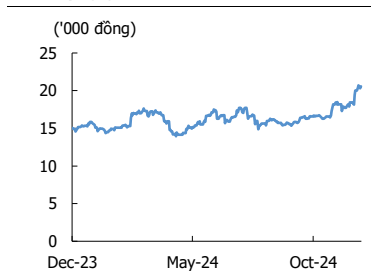
Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Chờ tín hiệu phục hồi từ thị trường Trung Quốc

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	11.1	19.4	34.6
Tương quan VNI(%)	9.6	21.4	19.1

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Dự phóng kết quả kinh doanh của ANV

(tỷ đồng, %)

	1Q25F	2Q25F	1H25F		2025F		Consensus		
			n/n	q/q	n/n	1H25F	2025F		
Doanh thu	1,047	1,331	2,379	7.7	(8.2)	4,800	8.5	N/A	5,491
<i>Cá tra phi-lê và sản phẩm liên quan</i>	1,015	1,281	2,297	7.9	(9.1)	4,655	8.8	-	-
<i>Xây dựng và khác</i>	4	20	24	0	1.5x	34	0	-	-
<i>Năng lượng mặt trời</i>	27	30	58	0	9.1	111	0	-	-
LNST	29.5	66.9	96.4	5.6x	90	236	2.6x	N/A	232

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research ước tính

4Q24F – Tăng trưởng trong ngắn hạn vẫn còn nhiều khó khăn. Dựa trên kết quả kinh doanh thực tế 9T24 và xu hướng xuất khẩu cá tra trong ngắn hạn gần đây, chúng tôi dự báo hiệu quả kinh doanh của ANV sẽ không thể phục hồi mạnh trong 4Q24F, với doanh thu đạt 1,249 tỷ đồng (tăng +12.5% n/n / giảm -6.8% q/q) và LNST đạt 22.9 tỷ đồng so với khoản lỗ của 4Q23. Cụ thể, sản lượng xuất khẩu cá tra có thể tiếp tục tăng trưởng n/n, với mức tăng +18% n/n, nhưng giá bán vẫn duy trì ổn định, ở mức USD1.9/kg do xuất khẩu sang Trung Quốc gặp khó khăn. Dự báo mới cho 2024F của chúng tôi cho thấy doanh thu đạt 4,800 tỷ đồng (tăng +8.1% n/n) và LNST đạt 65 tỷ đồng (tăng +66.8% n/n).

2025F – Khó khăn đã qua. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST có thể đạt lần lượt là 5,209 tỷ đồng (tăng +8.5% n/n) và 236 tỷ đồng (+2.6x n/n). Đối với mảng cá tra trong 2025F:

- Doanh thu xuất khẩu cá tra:** Sản lượng xuất khẩu dự kiến sẽ tăng trưởng 4% n/n, mặc dù triển vọng xuất khẩu sang các thị trường chính của ANV, đặc biệt là Trung Quốc, vẫn không khả quan. Tuy nhiên, chiến lược giá bán thấp có thể giúp ANV duy trì sản lượng xuất khẩu tương tự như 2024. Về giá bán cá tra, chúng tôi dự báo đạt USD1.94/kg (tăng +3.8% n/n), với sự tăng trưởng chủ yếu nhờ vào sự phục hồi ở các thị trường Mỹ Latinh và ASEAN. Trong khi đó, giá bán sang Trung Quốc dự kiến vẫn sẽ thấp trong nửa đầu năm 2025F và có sự tăng nhẹ trong 2H25F.
- Doanh thu nội địa:** Doanh thu từ thị trường nội địa dự kiến sẽ tăng trưởng +5% n/n (chiếm khoảng 30% tổng doanh thu, tương đương với mức của năm 2024, khi công ty đẩy mạnh doanh số nội địa để ứng phó với triển vọng xuất khẩu kém).

Biên LN gộp 2025F của ANV dự kiến đạt 14.1% (tăng +2.1đpt n/n) nhờ vào (1) giá bán cá tra phục hồi từ mức thấp của năm 2024, tăng +3.75% n/n, (2) chi phí đầu vào ổn định, và (3) tăng trưởng sản lượng bán hàng giúp đạt được mức tối ưu hóa chi phí sản xuất. Tuy nhiên, sự cải thiện biên LN gộp của ANV vẫn bị giới hạn bởi giá bán tăng chậm và doanh thu nội địa chiếm tỷ trọng lớn.

Định giá: Lợi nhuận của ANV mang tính chu kỳ, do sự biến động lớn của giá bán cá tra. Do đó, chúng tôi sử dụng phương pháp PER normalized để xác định giá trị hợp lý doanh nghiệp. Dựa trên EPS bình quân trong giai đoạn 2016-2023 (hai chu kỳ tăng trưởng trước), PER normalized là 14.8x. Dựa trên dự báo của chúng tôi, P/E forward của ANV cho năm 2025F đang giao dịch ở mức 22.8x, cho thấy định giá của ANV có thể phản ánh sự phục hồi lợi nhuận trong vòng một năm. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với ANV từ **MUA** xuống **NĂM GIỮ**.

Rủi ro: Nhu cầu tiêu thụ yếu kéo dài và sự cạnh tranh gay gắt từ các loài cá thịt trắng khác tại Trung Quốc (ví dụ: cá minh thái Nga, cá rô phi) có thể ảnh hưởng tiêu cực đến ANV.

CTCP I.D.I (IDI)

NĂM GIỮ (Duy trì)

		Năm	DT	LNHD	LNST	EPS	% TĐ	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
		T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Giá cp (13/12, đồng)	8,300	2022A	7,931	726	563	2,404	3x	14,033	11.1	1.3	7.2	17.7	-
Vốn hóa (triệu đô)	89	2023A	7,221	303	73	254	(89.4)	14,266	36.9	0.8	0.9	1.8	-
SLCP lưu hành (triệu)	273	2024F	7,401	312	73	265	4.3	14,530	36.9	0.8	0.9	1.8	-
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	11,042/8,010	2025F	7,801	378	132	477	80.4	15,008	20.6	0.8	1.6	3.2	-
GTGD TB 6T (triệu đô)	0.41	2026F	8,194	402	196	710	48.7	15,545	13.8	0.8	2.3	4.6	1.4
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	43.4/9												
Cổ đông lớn (%)													
CTCP Sao Mai	61.47												
Nguyễn Văn Khương	6.41												

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

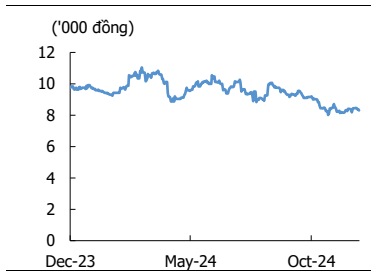
Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Vượt qua thử thách

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(2.5)	(20.6)	(15.9)
Tương quan VNI (%)	(4.0)	(18.6)	(31.5)

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Dự phóng kết quả kinh doanh của IDI

(tỷ đồng, %)

	1Q25F	2Q25F	1H25F		2025F		Consensus		
			n/n	q/q	n/n	1H25F	2025F		
Doanh thu	1,750	2,040	3,790	6.2	(1.1)	7,801	5.4	-	-
Cá tra phi-lê	714	726	1,440	8.3	5.4	2,862	6.2	-	-
Bột cá, dầu cá	732	789	1,521	5	(11.4)	3,322	5	-	-
Thức ăn chăn nuôi	294	507	802	5	10.8	1,562	5	-	-
Dịch vụ	10	18	28	0	5.7	54	0	-	-
Bất động sản	0.2	0.2	0.5	N/A	0	1.0	1x	-	-
Khác	-	-	-	N/A	N/A	-	N/A	-	-
LNST	20.4	36.3	56.6	88.5	71.5	108.7	72.4	-	-

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research ước tính

4Q24F – Lợi nhuận tiếp tục phục hồi nhưng không đáng kể. Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 1,947 tỷ đồng (tăng +3.3% n/n / +3.5% q/q) và LNST-CTM đạt 18.1 tỷ đồng (+10.8% n/n / +21.6% q/q). Đối với mảng cá tra, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu sẽ giảm xuống còn 9,560 tấn (giảm -12.6% n/n và đi ngang q/q), trong khi giá bán cá tra vẫn duy trì ở mức USD2.2/kg (tăng +9% n/n và đi ngang q/q) nhờ vào sự phục hồi của thị trường Mexico. Dự báo mới cho 2024F của chúng tôi cho thấy doanh thu đạt 7.397 tỷ đồng (tăng +2.5% n/n) và LNST-CTM đạt 63 tỷ đồng (giảm -12.8% n/n).

2025F – Dẫn phục hồi. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST-CTM của IDI sẽ đạt lần lượt là 7,801 tỷ đồng (tăng +5.4% n/n) và 108.7 tỷ đồng (tăng +72.4% n/n). Cụ thể:

- **Mảng cá tra:** Chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu đạt 2,862 tỷ đồng (tăng +6.2% n/n), được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng +5% về sản lượng và tăng +1.94% giá bán lên USD2/kg, với sự tăng trưởng chủ yếu nhờ vào sự phục hồi của thị trường Mexico, trong khi Trung Quốc đối mặt với sức ép cạnh tranh. Ngoài ra, doanh số bán hàng nội địa dự kiến sẽ giữ nguyên.
- **Các mảng kinh doanh khác (bột cá, dầu cá và thức ăn thủy sản):** Chúng tôi dự báo tăng trưởng ổn định trong các mảng này, với mức tăng +5% n/n, phù hợp với sự tăng trưởng trong sản lượng chế biến cá tra trong 2025F. Biên LN góp dự kiến sẽ giữ ở mức như 2024 do đặc tính sản phẩm không có sự khác biệt và nhu cầu ổn định.

- *Biên LN gộp của IDI* dự báo đạt 8.5%, tăng 0.6đpt n/n, nhờ vào sự tăng nhẹ trong giá bán cá tra tại thị trường Mexico. Điều này dự kiến sẽ kéo giá bán cá tra tổng thể của IDI lên USD2/kg (tăng +1.94% n/n), cùng với chi phí nguyên liệu đầu vào ổn định. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí QLBH/doanh thu dự báo là 3.6%, tương đương so với mức của 2024.

Định giá: Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ ĐỐI VỚI IDI**. Mặc dù chúng tôi dự báo sự phục hồi lợi nhuận trong 2025F-26F, theo dự báo của chúng tôi, tăng trưởng khó có thể được hỗ trợ mạnh mẽ bởi sự phục hồi mạnh mẽ của giá bán cá tra. Do đó, định giá không có động lực tăng trưởng hỗ trợ rõ ràng.

Rủi ro: Chúng tôi vẫn lo ngại về các rủi ro từ các khoản đầu tư phân tán không hiệu quả và các khoản phải thu cao từ các công ty mẹ.

CTCP Thực phẩm Sao Ta (FMC)

NĂM GIỮ (Duy trì)

		Năm	DT	LNHĐ	LNST	EPS	% TĐ	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
		T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Giá cp (13/12, đồng)	47,250	2022A	5,702	307	322	4,726	15.7	29,423	11.1	1.3	11.3	16.7	6.2
Vốn hóa (triệu USD)	122	2023A	5,087	292	302	4,221	(10.7)	31,024	9.7	1.5	9.5	14.0	4.4
SLCP lưu hành (triệu)	65	2024F	7,107	324	333	4,246	0.6	33,270	11.1	1.4	9.2	13.2	4.2
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	52,600/41,195	2025F	8,155	418	420	5,608	32.1	36,878	8.4	1.3	10.3	16.0	4.2
GTGDTB 6T (triệu USD)	0.07	2026F	8,699	426	429	5,732	2.2	40,611	8.2	1.2	9.7	14.8	4.2
Tỷ lệ CP tự do/Sở hữu NN (%)	22.9/30.9												
Cổ đông lớn (%)													
P.A.N Group	37.8												
C.P Vietnam	24.9												

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

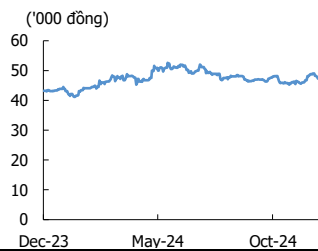
Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Lợi nhuận phục hồi trong 2025F

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	3.8	(9.1)	8.0
Tương quan VNI (%)	2.4	(7.1)	(7.5)

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Dự phóng kết quả kinh doanh của FMC

(tỷ đồng, %)

	1Q25F		2Q25F		1H25F		2025F		Consensus	
					n/n	q/q		n/n	1H25F	2025F
Doanh thu	1,731	1,482	3,213		18.8	(27)	8,155	14.8	N/A	7,138
<i>Sản phẩm tôm</i>	1,693	1,448	3,141		19.1	(27.5)	8,007	14.7	-	-
<i>Nông sản</i>	37	35	72		7.8	1.3	148	7.5	-	-
LNST	49	95	144		24.5	(10.7)	367	32.1	N/A	390

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research ước tính

4Q24F – Lợi nhuận tăng trưởng ổn định. Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 1,558 tỷ đồng (tăng +24.4% n/n/ -45.2% q/q) và LNST-CTM đạt 82 tỷ đồng (giảm -0.3% n/n / +3.1% q/q). Cụ thể, chúng tôi ước tính sản lượng tôm của FMC sẽ tăng khoảng +15% n/n. Tỷ lệ tăng trưởng này thấp hơn so với 3Q24 vì mùa thu hoạch và mùa cao điểm bán hàng đã qua. Trong khi đó, giá bán tôm của FMC có thể giữ ở mức VND310,000/kg (tăng +8.7% n/n / -1.3% q/q).

2025F – Các yếu tố tăng trưởng có thể đến từ sản lượng tôm đạt mức tốt và hoàn nhập thuế chống bán phá giá (AD). Dự phóng doanh thu và LNST-CTM trong 2025F lần lượt đạt 8,155 tỷ đồng (tăng +14.8% n/n) và 367 tỷ đồng (tăng +32.1% n/n).

- Sản lượng tôm:** Chúng tôi dự phóng sản lượng bán hàng sẽ tăng 12.6% n/n nhờ vào (1) Đơn hàng xuất khẩu tôm duy trì đã tăng tích cực, và (2) Công suất bổ sung từ nhà máy chế biến thủy sản Sao Ta mới đạt mức cao. Chúng tôi ước tính công suất hoạt động của các nhà máy chế biến tôm của FMC sẽ duy trì ở mức 75% trong 2025F, với tỷ lệ bán hàng trên tổng sản lượng sản xuất đạt khoảng 85%.
- Giá bán tôm:** Giá bán tôm có thể tăng nhẹ 2% n/n do (1) Dự báo nguồn cung tôm toàn cầu tiếp tục tăng trong 2025F, khiến cho giá bán khó tăng mạnh và (2) Nhu cầu ở giai đoạn phục hồi đầu tiên, thúc đẩy công ty áp dụng chiến lược giá bán hợp lý nhằm gia tăng đơn hàng.
- Giá vốn hàng bán:** Chi phí này có thể ổn định trong suốt năm 2025F, nhờ vào sản lượng thu hoạch cao từ các vùng nuôi tôm của FMC. Trong khi đó, giá tôm nguyên liệu mua ngoài dự kiến sẽ ổn định từ 2Q24F, sau khi mùa mưa kết thúc.
- Chi phí bán hàng:** Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu có thể giảm xuống còn 3.7% (giảm -0.6đp n/n) dựa trên các cơ sở sau: (1) Chi phí vận

chuyển dự kiến sẽ hạ nhiệt, FMC không còn đơn hàng sang Mỹ theo các điều kiện DDP có chi phí cao như đã diễn ra trong 3Q24, và (2) Đặc biệt, chúng tôi kỳ vọng FMC sẽ nhận lại khoản hoàn thuế AD (POR 19) lên tới 42 tỷ đồng. Tuy nhiên, FMC sẽ phải trích ra khoản thuế chống trợ cấp (CVD) ước tính 2.84% trên tổng doanh thu xuất khẩu sang Mỹ trong 2025F.

Định giá: Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với **FMC**. Mặc dù LNST-CTM trong 2025F có xu hướng tích cực nhờ vào tăng trưởng sản lượng tôm và biên LN gộp ổn định, cùng với việc hoàn thuế chống bán phá giá và giảm chi phí vận chuyển, nhưng giá bán tôm cần một sự chuyển biến tích cực hơn tái định giá trở nên thực sự hấp dẫn trong dài hạn. Do đó, chúng tôi cho rằng cần theo dõi sát diễn biến cung-cầu tôm toàn cầu để dự báo xu hướng giá bán tôm trước khi có những thay đổi về khuyến nghị.

Rủi ro: Các rủi ro liên quan đến tăng chi phí tôm nguyên liệu mua ngoài tăng và tỷ lệ nuôi thành công tại vùng nuôi của FMC thấp có thể ảnh hưởng lên chi phí nguyên liệu đầu vào của FMC.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Năng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chứng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 12/04/2024.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 12/04/2024.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2024 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.