

# Thủy sản

## Dự báo 1Q25F: Theo dõi và chờ đợi

### Ngành cá tra – Xuất hiện các lực tác động trái chiều

Trong 2T25, tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 258 triệu USD, giảm 1.6% n/n do sản lượng xuất khẩu sụt giảm 5.9% n/n. Ngược lại, giá bán trung bình cá tra tăng nhẹ 4.5% n/n. Trong 1Q25F, chúng tôi cho rằng (1) Trung Quốc gặp khó khăn do nguồn cung cá rô phi dồi dào và nhu cầu tiêu thụ yếu kéo dài, (2) Tại Mỹ, sự bất định về chính sách thuế của ông Trump trong nhiệm kỳ 2 có thể ảnh hưởng đến tâm lý tiêu dùng, song cá tra Việt Nam có thể giành thêm thị phần từ cá rô phi Trung Quốc nếu thuế có hiệu lực, và (3) Thị trường EU ghi nhận dấu hiệu hồi phục nhẹ khi nhu cầu tăng giúp giảm bớt tình trạng dư cung cá thịt trắng.

### Ngành tôm – Diễn biến tích cực tại các thị trường chủ lực

Trong 2T25, theo dữ liệu từ Agromonitor, tổng kim ngạch xuất khẩu tôm đạt 563 triệu USD (+32.8% n/n). Cụ thể, sản lượng xuất khẩu tăng 4.5% n/n và giá bán tôm trung bình tăng mạnh 27.1% n/n. Riêng tôm chân trắng, kim ngạch xuất khẩu đạt 327 triệu USD, chỉ tăng 5.3% n/n nhờ sản lượng tăng 1.2% n/n và giá bán tăng 4.1% n/n. Trong 1Q25F, với triển vọng tương đối tích cực về sản lượng và giá bán, các thị trường chủ lực như Mỹ, EU và Nhật Bản đều ghi nhận mức tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu nhờ nhu cầu tiêu dùng cải thiện. Đáng chú ý, thị trường EU ghi nhận sự phục hồi mạnh nhất cả về sản lượng lẫn giá bán.

### Lợi nhuận ngành – Chưa phục hồi mạnh mẽ

Về kết quả kinh doanh 1Q25F, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của phần lớn doanh nghiệp sẽ ghi nhận tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi biên LN gộp cải thiện nhờ chi phí thức ăn chăn nuôi giảm và chi phí nguyên liệu cá tra/tôm được kiểm soát tốt, trong bối cảnh giá các nguyên liệu này đã tăng mạnh trong 4Q24. VHC có thể ghi nhận sản lượng xuất khẩu thấp hơn kỳ vọng, trong khi giá bán cá tra tăng cả n/n và q/q nhờ hiệu ứng nền thấp. Bên cạnh đó, ANV và IDI vẫn đang đối mặt với thị trường xuất khẩu kém sôi động tại Trung Quốc (thị trường chủ lực của hai doanh nghiệp này). Đối với ngành tôm, FMC đang tận dụng hiệu quả các vùng nuôi tự chủ để giảm chi phí đầu vào và đáp ứng nhu cầu xuất khẩu hồi phục tại thị trường EU và Nhật Bản.

### Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với toàn ngành trong 1Q25F. Về từng doanh nghiệp cụ thể, chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC (Giá mục tiêu: 77,200 đồng), ngược lại chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với ANV và IDI. Đối với ngành tôm, tiếp tục giữ khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu FMC.

### Trung lập (Duy trì)

| Công ty               | K/N     | GMT (đồng) |
|-----------------------|---------|------------|
| CTCP Vĩnh Hoàn        | MUA     | 77,200     |
| CTCP Nam Việt         | NĂM GIỮ |            |
| CTCP IDI              | NĂM GIỮ |            |
| CTCP thực phẩm Sao Ta | NĂM GIỮ |            |

Bảng 1. Bảng tổng hợp định giá

| Khuyến nghị & GMT |                       |        |       | Lợi nhuận và định giá |           |           |           |           |       |     |      |           |     |
|-------------------|-----------------------|--------|-------|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|-----|------|-----------|-----|
| Công ty           |                       |        |       | DT                    | LNHD      | LNST      | EPS       | BPS       | PE    | PB  | ROE  | EV/EBITDA | DY  |
|                   |                       |        |       | (tỷ đồng)             | (tỷ đồng) | (tỷ đồng) | (tỷ đồng) | (tỷ đồng) | (X)   | (X) | (%)  | (X)       | (%) |
| VHC               | Khuyến nghị           | MUA    | 2023A | 10,033                | 969       | 974       | 4,865     | 44,629    | 15.1  | 1.7 | 11.6 | 14.6      | 2.6 |
|                   | GMT (đồng)            | 77,200 | 2024A | 12,535                | 1,253     | 1,311     | 5,441     | 38,685    | 12.8  | 1.8 | 14.5 | 12.4      | 5.7 |
|                   | Thị giá (08/04, đồng) | 50,700 | 2025F | 12,987                | 1,557     | 1,514     | 6,242     | 40,927    | 8.0   | 1.2 | 15.8 | 7.1       | 7.9 |
|                   | Vốn hóa (tỷ đồng)     | 11,380 | 2026F | 13,972                | 1,833     | 1,852     | 7,634     | 44,561    | 6.6   | 1.1 | 18.0 | 6.0       | 7.9 |
|                   |                       |        | 2027F | 14,612                | 1,857     | 1,901     | 7,833     | 50,394    | 6.4   | 1.0 | 16.7 | 6.0       | 3.9 |
| ANV               | Khuyến nghị           | GIỮ    | 2023A | 4,439                 | 183       | 39        | 293       | 21,326    | 105.6 | 1.5 | 1.4  | 32.5      | 3.1 |
|                   | GMT (đồng)            | N/A    | 2024A | 4,911                 | 194       | 48        | 182       | 10,490    | 108.9 | 1.9 | 1.7  | 34.7      | -   |
|                   | Thị giá (08/04, đồng) | 13,300 | 2025F | 4,830                 | 230       | 126       | 471       | 10,961    | 28.2  | 1.2 | 4.4  | 21.8      | -   |
|                   | Vốn hóa (tỷ đồng)     | 3,541  | 2026F | 5,909                 | 495       | 301       | 1,127     | 12,088    | 11.8  | 1.1 | 9.8  | 10.1      | -   |
|                   |                       |        | 2027F | 6,174                 | 614       | 397       | 1,487     | 13,575    | 8.9   | 1.0 | 11.6 | 8.1       | -   |
| IDI               | Khuyến nghị           | GIỮ    | 2023A | 7,221                 | 303       | 73        | 254       | 14,266    | 35.4  | 0.8 | 1.8  | 18.4      | -   |
|                   | GMT (đồng)            | N/A    | 2024A | 7,137                 | 288       | 73        | 221       | 12,102    | 31.7  | 0.7 | 1.8  | 19.4      | -   |
|                   | Thị giá (08/04, đồng) | 5,990  | 2025F | 7,401                 | 320       | 110       | 333       | 12,435    | 14.9  | 0.5 | 2.7  | 17.4      | -   |
|                   | Vốn hóa (tỷ đồng)     | 1,636  | 2026F | 7,666                 | 303       | 147       | 450       | 12,778    | 11.2  | 0.5 | 3.6  | 18.3      | -   |
|                   |                       |        | 2027F | 7,945                 | 309       | 183       | 561       | 13,205    | 9.0   | 0.5 | 4.3  | 18.0      | -   |
| FMC               | Khuyến nghị           | GIỮ    | 2023A | 5,087                 | 292       | 302       | 4,221     | 31,024    | 9.7   | 1.5 | 14.0 | 11.7      | -   |
|                   | GMT (đồng)            | N/A    | 2024A | 6,913                 | 363       | 424       | 4,675     | 33,151    | 7.3   | 1.4 | 14.6 | 8.4       | 4.3 |
|                   | Thị giá (08/04, đồng) | 37,950 | 2025F | 8,694                 | 436       | 478       | 5,486     | 36,637    | 5.2   | 1.0 | 15.7 | 5.7       | 5.3 |
|                   | Vốn hóa (tỷ đồng)     | 2,482  | 2026F | 8,567                 | 433       | 473       | 5,430     | 40,067    | 5.2   | 0.9 | 14.2 | 5.7       | 5.3 |
|                   |                       |        | 2027F | 9,182                 | 434       | 484       | 5,550     | 43,617    | 5.1   | 0.9 | 13.3 | 5.7       | 5.3 |

Nguồn: Bloomberg, KIS Research ước tính

Bảng 2: Dự báo KQKD 1Q25F

(tỷ đồng, %)

| Doanh thu |       |       |        | LNST  |        |        |
|-----------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
|           | 1Q25F | n/n   | q/q    | 1Q25F | n/n    | q/q    |
| VHC       | 2,695 | (5.6) | (15.9) | 342   | 1.01   | (19.5) |
| ANV       | 985   | (3.1) | (27.6) | 19    | 10.6   | 2.2x   |
| IDI       | 1,599 | (1.9) | (5.2)  | 10    | (36.9) | (21.3) |
| FMC       | 2,273 | 55.6  | 66.6   | 62    | 24.0   | (43.6) |

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

# Mục lục

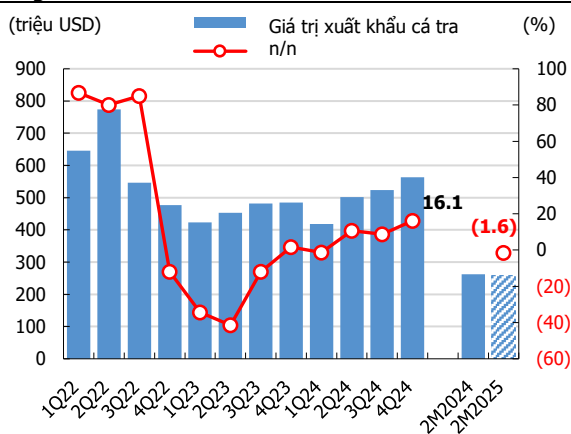
|                                                                                             |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>I. Ngành cá tra – Xuất hiện các lực tác động trái chiều</b>                              | <b>4</b>  |
| 1. 2T25 – Thị trường Trung Quốc kéo giảm tăng trưởng ngành                                  | 4         |
| 2. 1Q25F – Quý thấp điểm trong năm                                                          | 4         |
| 2.1. Thị trường Mỹ – Mối lo lớn nhất là sự bất ổn trong chính sách thuế                     | 5         |
| 2.2. Thị trường EU – Kim ngạch xuất khẩu tăng nhẹ                                           | 6         |
| 2.3. Thị trường Trung Quốc – Nhu cầu yếu kéo giảm sản lượng xuất khẩu                       | 7         |
| 2.4. Tồn kho nguyên liệu cá tra trong nước vẫn ở mức thấp                                   | 8         |
| <b>II. Ngành tôm – Tình hình khả quan hơn ở các thị trường chính</b>                        | <b>10</b> |
| 1. 2T25 – Phục hồi tốt hơn kỳ vọng cả về sản lượng và giá bán                               | 10        |
| 2. 1Q25F – Đang trên đà phục hồi                                                            | 11        |
| 2.1. Thị trường Mỹ – Vẫn chưa ghi nhận tăng trưởng mạnh                                     | 11        |
| 2.2. Thị trường Nhật Bản – Tiêu thụ cao hơn kỳ vọng                                         | 12        |
| 2.3. Thị trường EU – Tăng trưởng tốt cả về sản lượng và giá bán                             | 13        |
| 2.4. Giá đầu vào vẫn cao nhưng được bù đắp nhờ giá bán xuất khẩu phục hồi                   | 14        |
| <b>III. Kết quả kinh doanh 1Q25F của các doanh nghiệp niêm yết</b>                          | <b>15</b> |
| 1. CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC) – “Theo dõi và chờ đợi”                                        | 15        |
| 2. CTCP Nam Việt (HSX: ANV) – Triển vọng xuất khẩu sang Trung Quốc vẫn còn ảm đạm           | 16        |
| 3. CTCP Đầu tư và Phát triển Đa quốc gia I.D.I (HSX: IDI) – Khó khăn vẫn tiếp diễn          | 17        |
| 4. CTCP Thực phẩm Sao Ta (HSX: FMC) – Sản lượng xuất khẩu cao là động lực tăng trưởng chính | 18        |

## I. Ngành cá tra: Xuất hiện các lực tác động trái chiều

### 1. 2T25 – Thị trường Trung Quốc kéo giảm đà tăng trưởng ngành

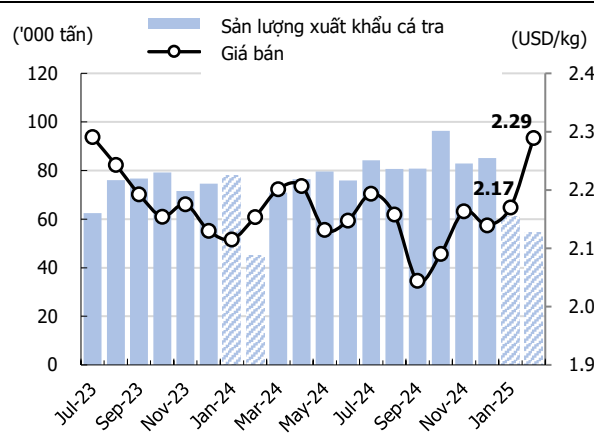
Trong 2T25, tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 258 triệu USD, giảm 1.6% n/n do sản lượng xuất khẩu sụt giảm 5.9% n/n. Ngược lại, giá bán trung bình cá tra tăng nhẹ 4.5% n/n, đạt USD2.23/kg. Động lực xuất khẩu suy yếu chủ yếu gây ra bởi nhu cầu thấp hơn kỳ vọng tại Trung Quốc. Trong khi đó, thị trường Mỹ và EU tiếp tục duy trì đà tăng trưởng, dù tốc độ chậm lại so với mức tăng trung bình trong năm 2024. (Hình 1, 2 và 3)

**Hình 1. Kim ngạch xuất khẩu cá tra giảm nhẹ -1.6% n/n trong 2T25**



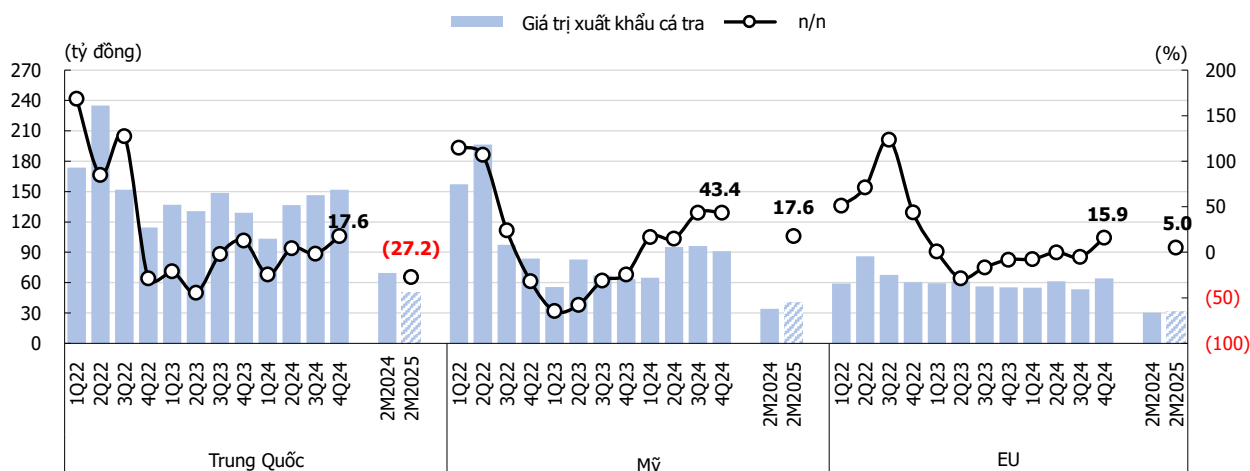
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 2. Giá bán cá tra tăng nhẹ trong khi sản lượng giảm n/n**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 3. Tổng kim ngạch xuất khẩu tại các thị trường chính, bao gồm: Mỹ, EU, Trung Quốc**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

### 2. 1Q25F – Quý thấp điểm trong năm

Trong 1Q25F, chúng tôi cho rằng xuất khẩu cá tra sang các thị trường chủ lực khó có thể tăng trưởng mạnh. Cụ thể:

- Tại Trung Quốc, khó khăn đến từ (1) nguồn cung cá rô phi nội địa dồi dào và (2) sức cầu tiêu thụ yếu tiếp tục kéo dài.
- Tại Mỹ, chính sách thuế nhập khẩu dưới thời Trump 2.0 vẫn còn nhiều bất định, có thể ảnh hưởng đến tâm lý người tiêu dùng và đơn hàng cá tra trong ngắn hạn. Tuy nhiên, cá tra được kỳ vọng sẽ giành lại thị phần từ cá rô phi Trung Quốc nếu thuế quan được chính thức áp dụng.

- Trong khi đó, thị trường EU đã ghi nhận sự phục hồi nhẹ nhờ nhu cầu cải thiện sau khi tình trạng dư cung cá thịt trắng được giải tỏa.

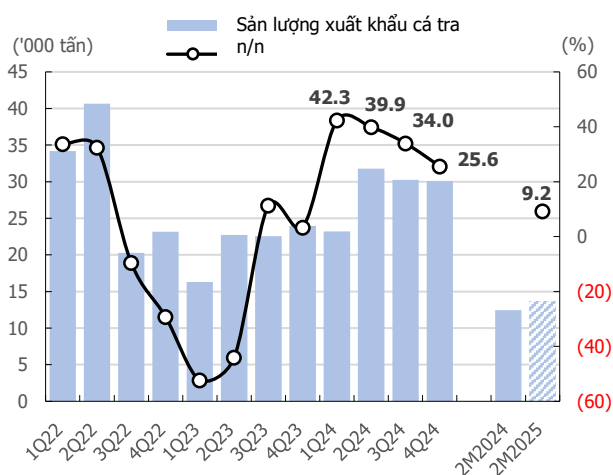
## 2.1. Thị trường Mỹ – Sự bất định của chính sách thuế là mối lo lớn nhất

Trong 2T25, kim ngạch xuất khẩu cá tra sang Mỹ ước tính khoảng 40 triệu USD (+17.6% n/n). Đáng chú ý, sản lượng xuất khẩu tăng +9.2% n/n, trong khi giá bán ghi nhận USD2.95/kg (+7.6% n/n). (Hình 4, 5)

Đà tăng trưởng chậm lại so với năm 2024 chủ yếu do: (1) nhu cầu chưa kịp tăng trở lại để hấp thụ lượng hàng nhập khẩu lớn trong 3Q24 và 4Q24, (2) Mỹ đã nhập khẩu lượng lớn cá rô phi Trung Quốc trước thời điểm thuế được áp dụng trong 4Q24 và tháng 01/2025 (Hình 6). Do đó, chúng tôi kỳ vọng 1Q25F sẽ là giai đoạn đáy trong xuất khẩu cá tra sang Mỹ.

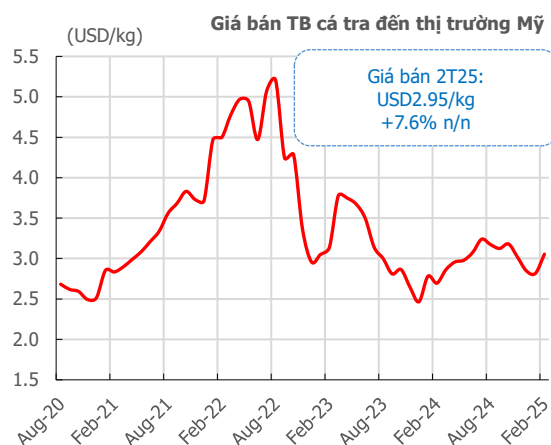
Theo dự báo của chúng tôi, sản lượng xuất khẩu sang Mỹ trong 1Q25F có thể tăng 10~12% n/n và giá bán có thể dao động trong khoảng USD2.95/kg ~ USD3.0/kg (+5~6% n/n).

**Hình 4. Sản lượng xuất khẩu cá tra sang Mỹ tăng nhẹ 9.2% n/n**



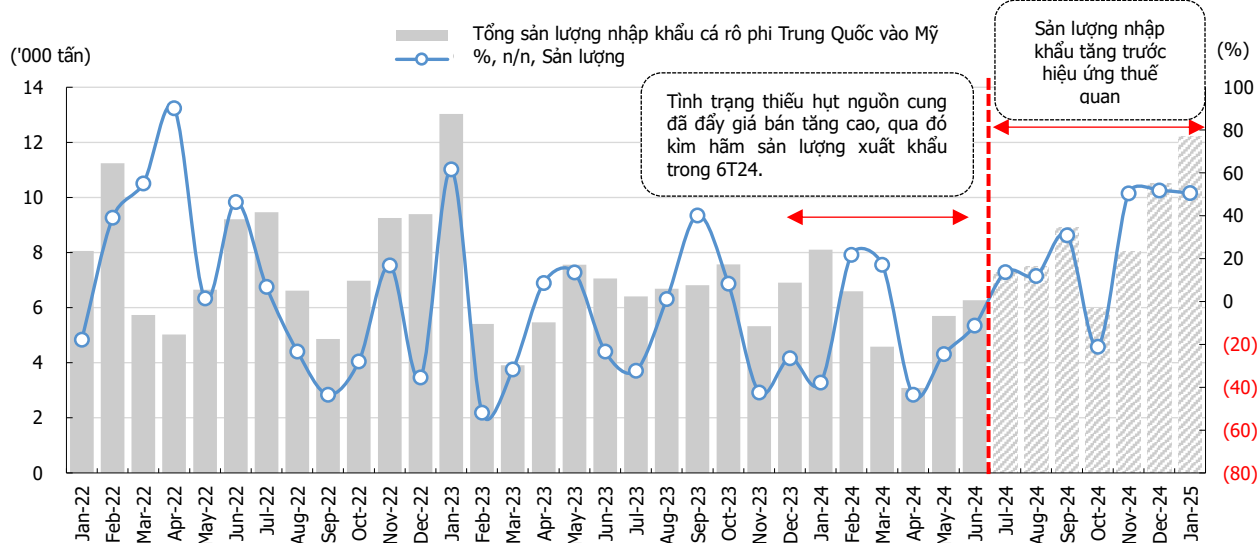
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 5. Trong khi đó, giá bán cũng ghi nhận mức tăng nhẹ (+7.6% n/n)**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 6.... Tuy nhiên, sự hồi phục của cá rô phi Trung Quốc xuất khẩu sang Mỹ đã phần nào cản trở xuất khẩu cá tra sang thị trường này**



Nguồn: NOAA, KIS Research

Từ 2Q25F trở đi, chúng tôi kỳ vọng xu hướng xuất khẩu cá tra sang Mỹ sẽ trở nên thuận lợi hơn nhờ (1) Việc áp thuế bổ sung 30% đối với cá rô phi, có thể nâng tổng thuế suất lên đến 55% nếu chính sách được triển khai, (2) Kỳ vọng xu hướng tiêu dùng tăng trưởng rõ ràng hơn giúp hấp thụ lượng hàng tồn kho lớn.

### ***Tuy nhiên, vẫn tồn tại một số rủi ro đáng lưu ý...***

(1) Rủi ro Mỹ áp thuế lên hàng hóa Việt Nam vẫn hiện hữu trong ngắn hạn. Những tác động này có thể kìm hãm đà phục hồi của giá bán, khi các nhà xuất khẩu cá tra buộc phải chia sẻ một phần chi phí thuế với nhà nhập khẩu do khó có thể chuyển toàn bộ gánh nặng thuế sang người tiêu dùng cuối (phân tích chi tiết hơn trong báo cáo: [Thuế đối ứng: Đòn giáng mạnh vào thương mại Việt Nam](#)).

(2) Các chính sách bảo hộ và hỗ trợ ngành cá minh thái nội địa cũng có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ cá tra. Cụ thể:

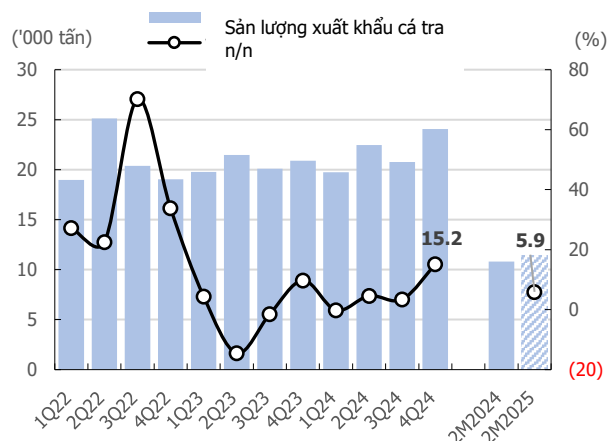
- CEO của tổ chức Nhà sản xuất cá minh thái Alaska chính hãng (GAPP) cho biết Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA) dự kiến sẽ mua vào lượng cá minh thái Alaska trị giá lên đến 50 triệu USD.
- Trong tháng 2/2025, USDA đã ban hành gói thầu mua hơn 21 triệu pound cá minh thái Alaska (tương đương khoảng 9.5 triệu kg), đây là thương vụ mới nhất trong chuỗi các giao dịch mua cá minh thái từ chính phủ Mỹ.

## **2.2. Thị trường EU – Kim ngạch xuất khẩu cải thiện nhẹ**

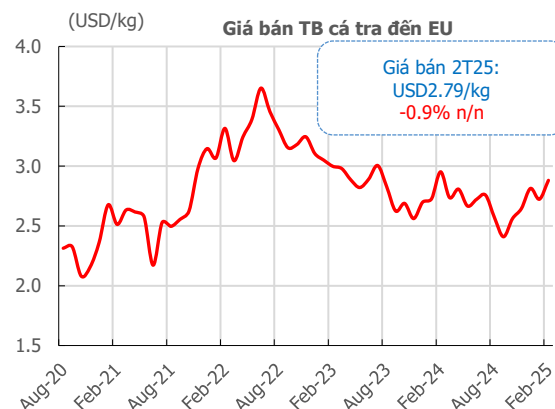
Xuất khẩu cá tra sang EU tiếp tục phục hồi trong 2T25, với kim ngạch xuất khẩu tăng nhẹ +5% n/n trong tháng 7 và 8/2024, cụ thể: sản lượng xuất khẩu đạt 11,400 tấn (+5.9% n/n), trong khi giá bán cá tra duy trì ở mức USD2.79/kg giảm -0.9% n/n, nhưng xu hướng này đã dần tạo đáy và phục hồi (*Hình 7, 8*).

Mặc dù thị trường cá minh thái tại EU vẫn còn cạnh tranh mạnh do cả cá minh thái Alaska và Nga đều được kỳ vọng sẽ nâng hạn ngạch khai thác (TAC) trong năm 2025F, cụ thể TAC cá minh thái Nga tăng +7.7% n/n và TAC cá minh thái Alaska tăng +2.5% n/n (*Hình 9*). Tuy nhiên, giá bán cá minh thái đã chạm đáy trong 4Q24, cho thấy nhu cầu tiêu thụ tại EU đang hồi phục tốt. Nhờ đó, rủi ro dư cung cá thịt trắng có thể dần được giải tỏa, hỗ trợ tích cực cho giá bán cá tra trong thời gian tới.

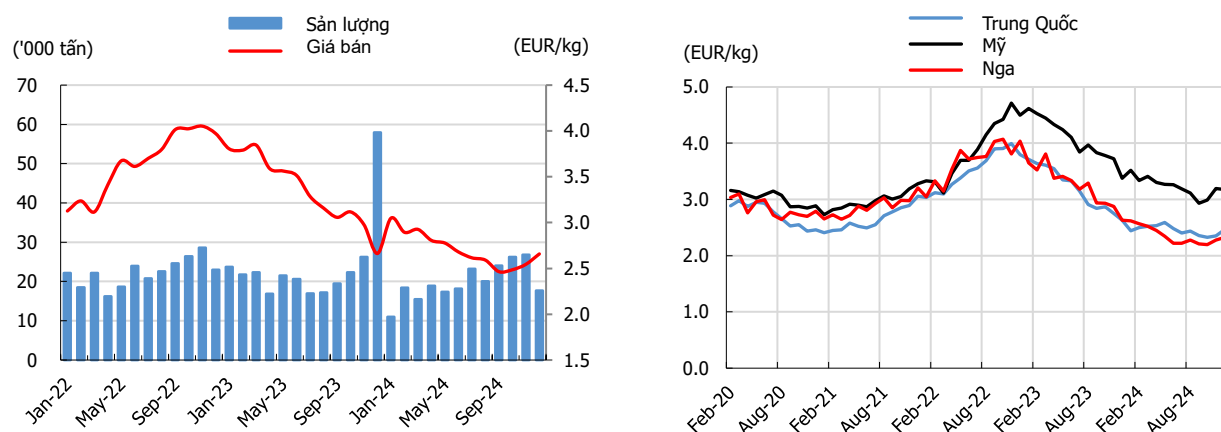
Nhìn chung, trong 1Q25F, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu có thể tăng vừa phải khoảng +6~8% n/n, tuy nhiên giá bán khó có thể bật tăng ngay do nguồn cung cá thịt trắng vẫn dồi dào, dự kiến dao động quanh mức USD2.8/kg ~ USD2.85/kg (+1.5~2% n/n).

**Hình 7. Sản lượng xuất khẩu cá tra tăng nhẹ +5.9% n/n**

Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 8... Giá bán cá tra sang EU duy trì ở mức thấp n/n**

Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 9. Nga và Mỹ dự kiến sẽ tăng TAC cá minh thái trong năm 2025F, tuy nhiên giá bán trung bình cá minh thái tại EU đã hồi phục vào cuối năm 2024 và đầu năm 2025, cho thấy nhu cầu có thể đang tăng lên.**

|                                                   | 2021             | 2022             | 2023             | 2024             | 2025F            |
|---------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Sản lượng đánh bắt cá minh thái của Nga</b>    | <b>2,001,163</b> | <b>2,082,527</b> | <b>2,063,158</b> | <b>2,285,000</b> | <b>2,460,000</b> |
| n/n                                               |                  | 4.1              | (0.9)            | 10.8             | 7.7              |
| <b>Sản lượng đánh bắt cá minh thái của Alaska</b> | <b>1,507,297</b> | <b>1,276,933</b> | <b>1,446,165</b> | <b>1,495,720</b> | <b>1,533,748</b> |
| n/n                                               |                  | (15.3)           | 13.3             | 3.4              | 2.5              |

Nguồn: EUMOFA, KIS Research

**2.3. Thị trường Trung Quốc – Nhu cầu yếu kéo giảm sản lượng xuất khẩu**

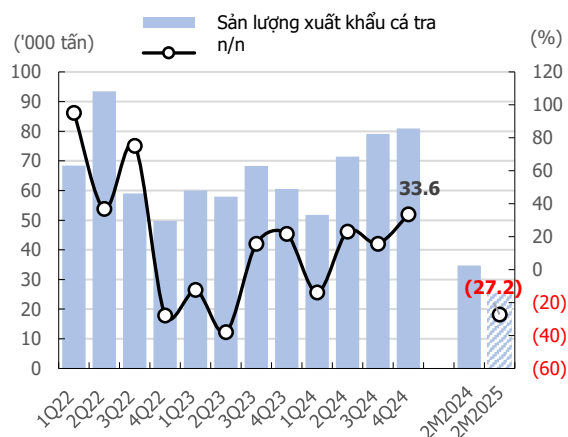
Trong năm 2024, phần lớn các nhà xuất khẩu có xu hướng giảm giá nhằm thúc đẩy đơn hàng xuất khẩu trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng chậm và cạnh tranh gay gắt. Tuy nhiên, xu hướng này đã đảo chiều trong 2T25, khi sản lượng xuất khẩu sụt mạnh -27.2% n/n, còn giá bán cá tra sang Trung Quốc giữ ở mức đi ngang USD2.01/kg trong 2T25. Chúng tôi đánh giá rằng:

- Về phía cầu, tiêu dùng tại Trung Quốc tiếp tục ảm đạm kéo dài, đặc biệt là ở kênh dịch vụ ăn uống. Do đó, chúng tôi cho rằng tồn kho cá tra tại Trung Quốc vẫn ở mức cao, sau đợt nhập hàng cao trong năm 2024. (Hình 12, 13)

- Về phía cung, nguồn cung dồi dào dự kiến sẽ tiếp diễn do các lệnh trừng phạt địa chính trị, khiến cá minh thái Nga tiếp tục được chuyển hướng mạnh sang thị trường Trung Quốc. Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy để tránh rủi ro thuế nhập khẩu từ Mỹ, các nhà xuất khẩu cá rô phi Trung Quốc đang dần chuyển hướng nguồn cung trở lại thị trường nội địa.

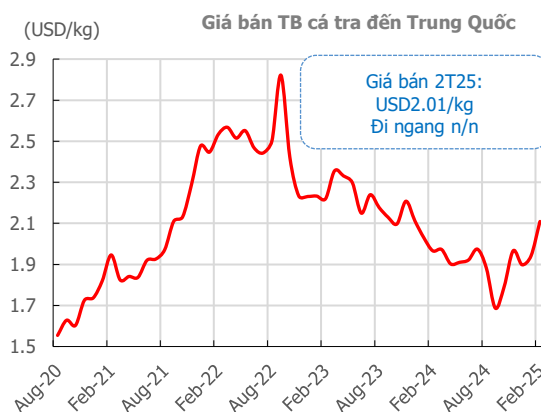
Dựa trên xu hướng này, chúng tôi dự phóng sản lượng cá tra xuất khẩu sang Trung Quốc trong 1Q25F sẽ giảm khoảng -25~28% n/n. Trong khi đó, giá bán cá tra sang thị trường này có thể dao động quanh USD2.0/kg ~ USD2.1/kg (+2~3% n/n, do mức nền thấp).

**Hình 10. Thị trường Trung Quốc chứng kiến sản lượng xuất khẩu giảm mạnh, giảm 27.2% n/n**



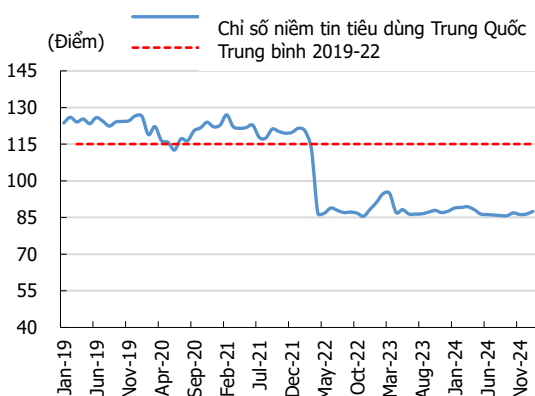
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 11. Tuy nhiên, giá bán dần chậm đáy trong 2T25**



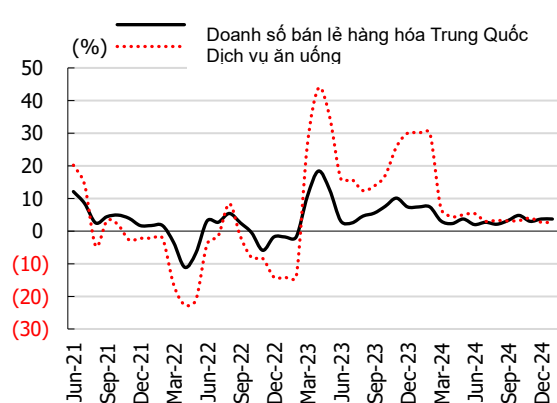
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 12... Do sự thiếu tự tin của người tiêu dùng**



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

**Hình 13..., điều này đã kéo giảm chi tiêu cho dịch vụ thực phẩm**



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

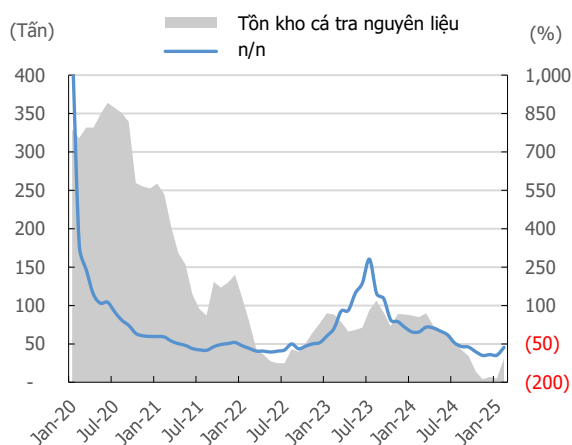
## 2.4. Tồn kho cá tra nguyên liệu trong nước vẫn ở mức thấp

Về nguồn cung trong nước, tồn kho cá tra nguyên liệu đã có dấu hiệu phục hồi trong 2T25 (Hình 14). Chúng tôi nhận thấy giá cá tra nguyên liệu tăng mạnh, điều này đã thúc đẩy người nuôi mở rộng diện tích thả nuôi mới đáng kể. Hỗ trợ cho luận điểm này, giá cá giống tăng vọt, cho thấy mật độ thả giống của người nuôi đang gia tăng nhanh chóng (Hình 15). Do đó, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung cá tra nguyên liệu có thể phục hồi về mức bình thường trong vòng hai quý tới.

Theo đó, chúng tôi dự báo giá cá tra nguyên liệu vẫn sẽ duy trì ở mức cao trong ngắn hạn, nhưng sẽ giảm dần từ cuối 3Q25 trở đi khi nguồn cung hồi phục.

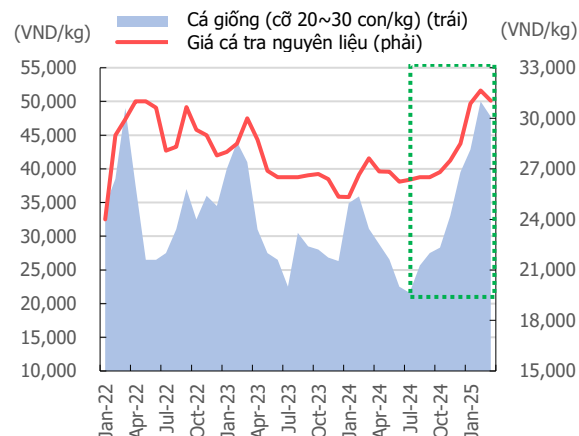
Trong 1Q25F, giá cá tra nguyên liệu neo cao có thể là rào cản đối với các doanh nghiệp phụ thuộc một phần hoặc toàn bộ vào nguồn nguyên liệu bên ngoài. Ngược lại, trong bối cảnh nguồn cung hiện tại vẫn còn hạn chế, nếu nhu cầu từ các thị trường lớn như Mỹ, EU và Trung Quốc phục hồi mạnh trong ngắn hạn, điều này có thể là động lực tích cực cho giá bán xuất khẩu.

**Hình 14. Tồn kho cá tra nguyên liệu trong nước vẫn ở mức thấp**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

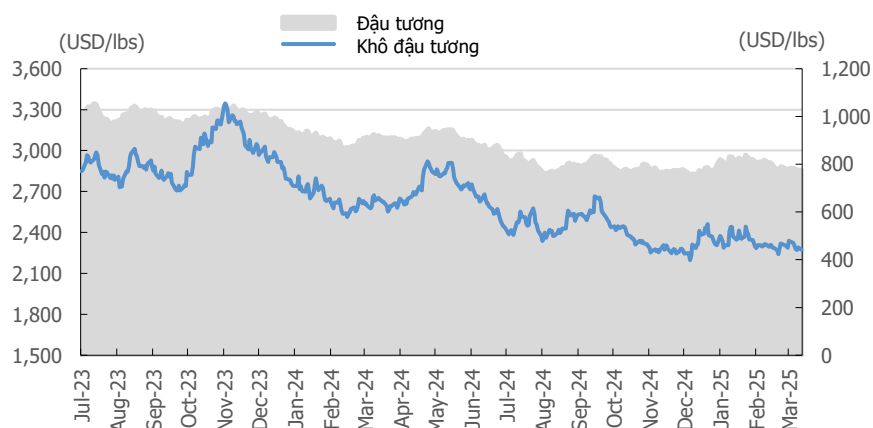
**Hình 15... Do đó, giá cá tra nguyên liệu và cá giống tăng vọt trong 1Q25**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Về chi phí thức ăn thủy sản, chúng tôi cho rằng xu hướng giảm của các loại nông sản đầu vào (đặc biệt là bột đậu nành – chiếm khoảng 70~75% chi phí nuôi) sẽ tiếp diễn trong thời gian tới, nhờ vào mùa vụ thu hoạch thuận lợi tại các quốc gia cung cấp lớn như Brazil và Argentina. Với đà giảm này, chúng tôi kỳ vọng giá thức ăn thủy sản sẽ có xu hướng giảm nhẹ, qua đó hỗ trợ biên LN gộp của các doanh nghiệp chủ động được vùng nuôi quy mô lớn như VHC và ANV.

**Hình 16... Tuy nhiên, giá đậu tương và khô đậu tương lao dốc, kéo giá thức ăn thủy sản giảm theo**



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

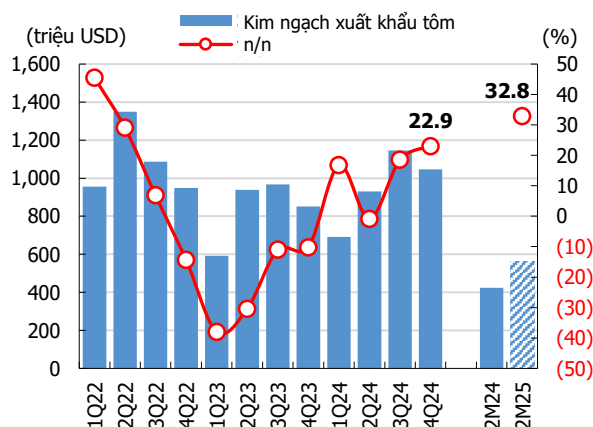
## II. Ngành tôm: Phục hồi tích cực tại các thị trường trọng điểm

### 1. 2T25 – Phục hồi vượt kỳ vọng cả về sản lượng lẫn giá bán

Trong 2T25, theo dữ liệu từ Agromonitor, tổng kim ngạch xuất khẩu tôm đạt 563 triệu USD (+32.8% n/n). Cụ thể, sản lượng xuất khẩu tăng nhẹ +4.5% n/n, trong khi giá bán tăng mạnh +27.1% n/n, đạt USD11.35/kg. Sự phục hồi đáng kể của giá bán tôm được thúc đẩy chủ yếu bởi nhu cầu cao đối với các sản phẩm tôm khác xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc, đặc biệt là tôm càng xanh và tôm hùm.

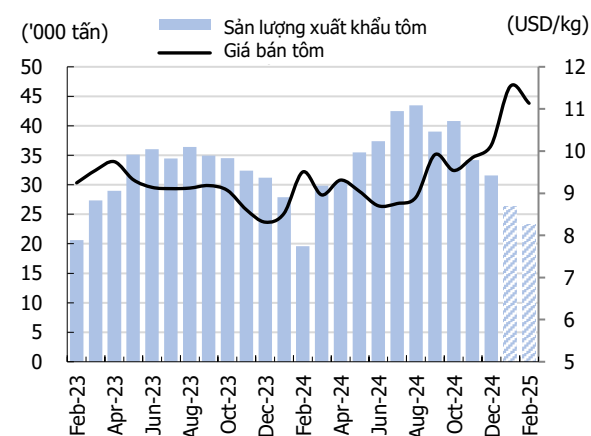
Đối với tôm chân trắng (sản phẩm xuất khẩu chủ lực của các doanh nghiệp tôm niêm yết), kim ngạch xuất khẩu đạt 327 triệu USD, tăng nhẹ +5.3% n/n nhờ vào sự cải thiện ở cả sản lượng (+1.2% n/n) và giá bán (+4.1% n/n, đạt USD8.75/kg). Đáng chú ý, các thị trường chính như Mỹ, EU và Nhật Bản đều ghi nhận sự cải thiện trong kim ngạch xuất khẩu nhờ sự phục hồi nhu cầu tiêu dùng trong 2T25 (Hình 21). Trong đó, thị trường EU ghi nhận mức phục hồi mạnh nhất cả về sản lượng và giá bán.

**Hình 17. Tổng kim ngạch xuất khẩu tôm đạt 563 triệu USD (+32.8% n/n)**



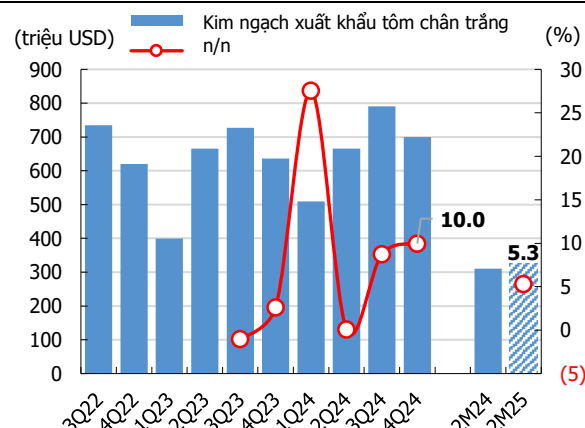
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 18... Nhờ giá bán tôm tăng mạnh +27.1% n/n**



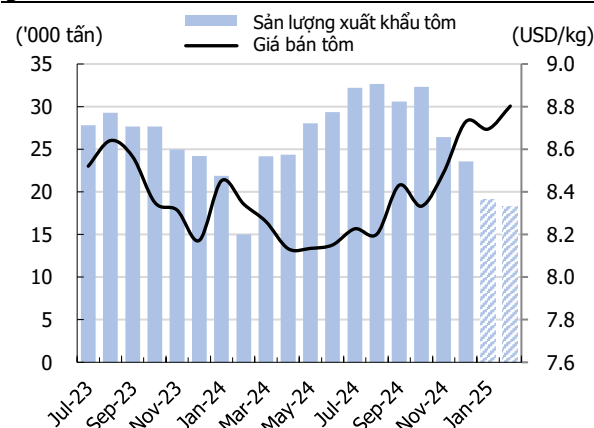
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 19... Tuy nhiên, tôm thẻ chân trắng chỉ nhích nhẹ 5.3% n/n**

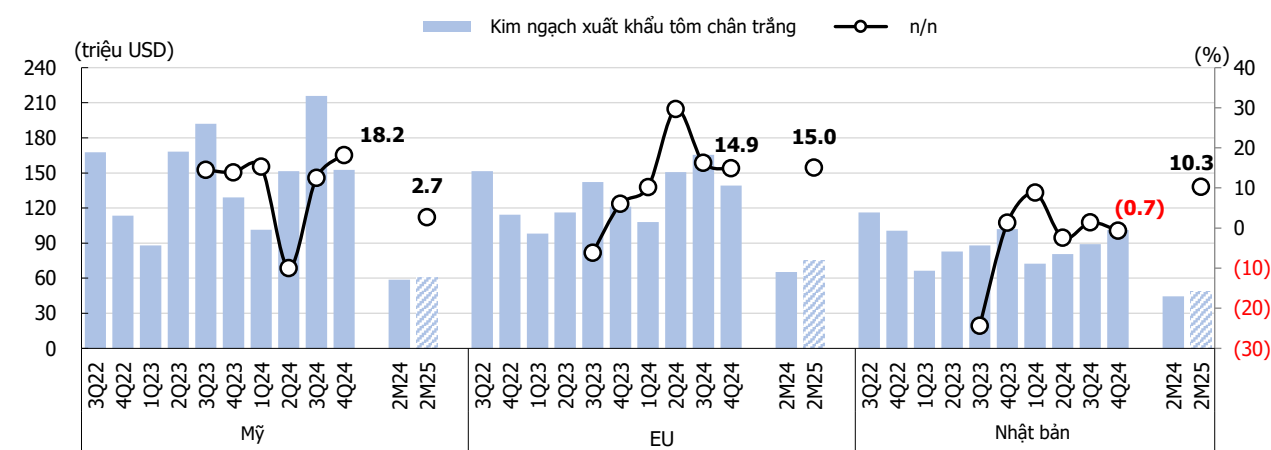


Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 20. Nhờ sự cải thiện nhẹ về sản lượng xuất khẩu và giá bán**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 21. Kim ngạch xuất khẩu tôm thẻ chân trắng sang Mỹ, EU và Trung Quốc trong 2T25**

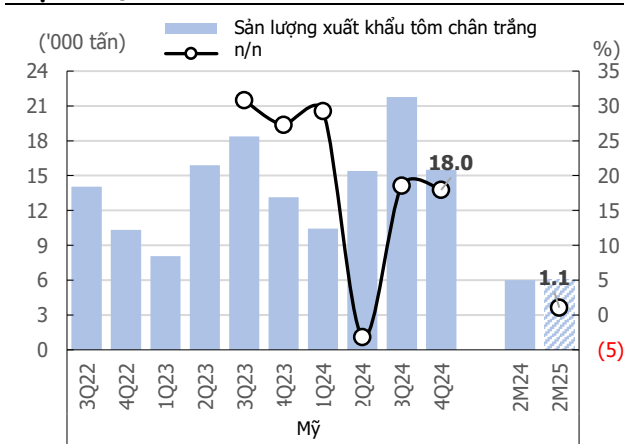
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**2. 1Q25F – Trên đà phục hồi**

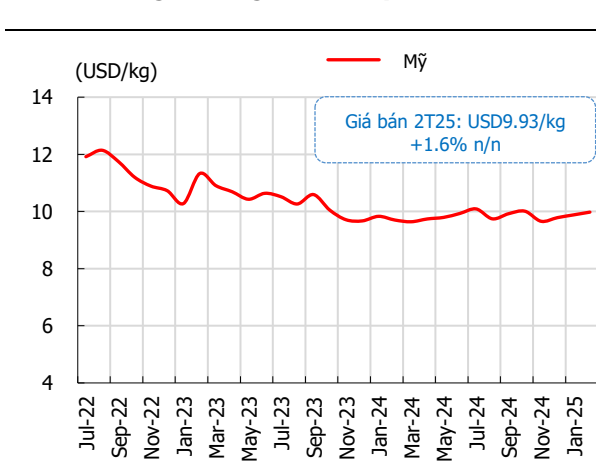
Trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi chỉ tập trung phân tích sản phẩm tôm thẻ chân trắng. Trong 1Q25F, dự báo của chúng tôi về sản lượng và giá bán có phần nào lạc quan, dựa trên các yếu tố hỗ trợ tại các thị trường chủ lực như Mỹ, EU và Nhật Bản.

**2.1. Thị trường Mỹ – Chưa ghi nhận mức tăng trưởng mạnh**

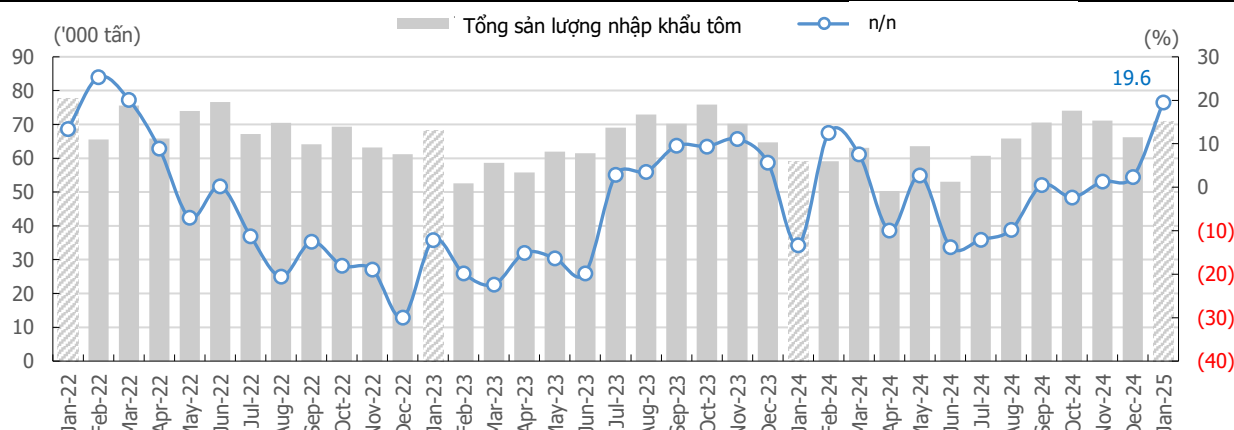
Trong 2T25, xuất khẩu tôm thẻ chân trắng của Việt Nam sang Mỹ tăng nhẹ +1.1% n/n, trong khi giá bán phục hồi +1.6% n/n (Hình 22, 23). Theo dữ liệu từ Circana, doanh số bán lẻ hải sản tại Mỹ đã phục hồi trong tháng 01/2025. Cụ thể, doanh số bán hàng của các sản phẩm hải sản đông lạnh, tươi sống và đóng gói đều ghi nhận tăng trưởng. Nhờ giá cả trở nên hợp lý hơn, doanh số bán tôm tươi tăng 11.4% n/n, và sản lượng bán ra tăng 13.6% n/n. Xu hướng tích cực này tiếp tục thúc đẩy hoạt động nhập khẩu, với tổng sản lượng tôm nhập khẩu vào Mỹ tăng mạnh +19.6% n/n (Hình 24).

**Hình 22. Xuất khẩu tôm thẻ sang thị trường Mỹ chỉ nhích nhẹ 1.1% n/n**

Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 23. Trong khi đó, giá bán tôm phục hồi +1.6% n/n**

Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 24. Nhập khẩu tôm vào Mỹ bất tăng mạnh trong Tháng 1/2025 nhờ lượng nhập khẩu lớn từ các nhà cung cấp chủ chốt**

|              | Sản lượng tôm     |                   |             | Giá bán tôm |             |             | Thị phần |        |       |
|--------------|-------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------|--------|-------|
| Tôm chế biến | 1T2024            | 1T2025            | n/n         | 1T2024      | 1T2025      | n/n         | 1T2024   | 1T2025 | n/n   |
| ẤN ĐỘ        | 3,299,394         | 6,350,562         | 92.5        | 9.26        | 9.36        | 1.0         | 25.1     | 38.5   | 13.4  |
| INDONESIA    | 4,356,990         | 4,012,545         | (7.9)       | 7.47        | 8.04        | 7.7         | 33.2     | 24.3   | (8.9) |
| THÁI LAN     | 1,271,240         | 1,426,776         | 12.2        | 10.88       | 10.12       | (6.9)       | 9.7      | 8.6    | (1.0) |
| TRUNG QUỐC   | 474,353           | 434,102           | (8.5)       | 6.09        | 6.27        | 3.1         | 3.6      | 2.6    | (1.0) |
| <b>Tổng</b>  | <b>13,125,530</b> | <b>16,495,321</b> | <b>25.7</b> | <b>8.62</b> | <b>9.06</b> | <b>5.1</b>  |          |        |       |
| Tôm nước ấm  | 1T2024            | 1T2025            | n/n         | 1T2024      | 1T2025      | n/n         | 1T2024   | 1T2025 | n/n   |
| ẤN ĐỘ        | 16,638,699        | 24,447,342        | 46.9        | 7.16        | 7.77        | 8.6         | 36.3     | 45.2   | 9.0   |
| ECUADOR      | 16,692,076        | 14,893,858        | (10.8)      | 6.55        | 7.35        | 12.3        | 36.4     | 27.6   | (8.8) |
| INDONESIA    | 6,811,823         | 7,501,887         | 10.1        | 7.35        | 8.26        | 12.3        | 14.8     | 13.9   | (1.0) |
| MEXICO       | 1,897,488         | 2,009,895         | 5.9         | 11.70       | 11.69       | (0.1)       | 4.1      | 3.7    | (0.4) |
| <b>Tổng</b>  | <b>45,889,088</b> | <b>54,041,173</b> | <b>17.8</b> | <b>7.49</b> | <b>8.26</b> | <b>10.3</b> |          |        |       |

Nguồn: NOAA, KIS Research

Tuy nhiên, sự phục hồi tại thị trường Mỹ trong 2T25, dù đã xuất hiện những tín hiệu tích cực ban đầu, vẫn chưa đủ để tạo ra cú hích mạnh mẽ cho toàn ngành. Chúng tôi kỳ vọng trong 1Q25F và 2Q25F:

- **Sản lượng xuất khẩu:** Mặc dù nhu cầu tôm tại Mỹ đang dần hồi phục, áp lực cạnh tranh từ các nguồn cung tôm giá rẻ từ các quốc gia khác vẫn rất lớn. Ví dụ, theo dữ liệu từ NOAA, trong tháng 01/2025, Mỹ ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ lượng nhập khẩu tôm từ Ấn Độ, bao gồm cả tôm chế biến và tôm đông lạnh (Hình 24). Do đó, tăng trưởng xuất khẩu tôm của Việt Nam sang Mỹ nhiều khả năng chỉ đạt mức tăng trưởng một chữ số thấp.
- **Giá bán tôm:** Chúng tôi cho rằng đà phục hồi của giá bán vẫn còn chậm, do (1) mức độ cạnh tranh gay gắt, và (2) các doanh nghiệp xuất khẩu buộc phải chia sẻ một phần chi phí với nhà nhập khẩu, bao gồm thuế chống bán phá giá (AD), thuế chống trợ cấp (CVD) và chi phí vận chuyển.

Liên quan đến vấn đề thuế đối ứng mới và tác động đến xuất khẩu tôm Việt Nam, chúng tôi đã phân tích chi tiết trong báo cáo: [Thuế đối ứng: Đòn giáng mạnh vào thương mại Việt Nam](#).

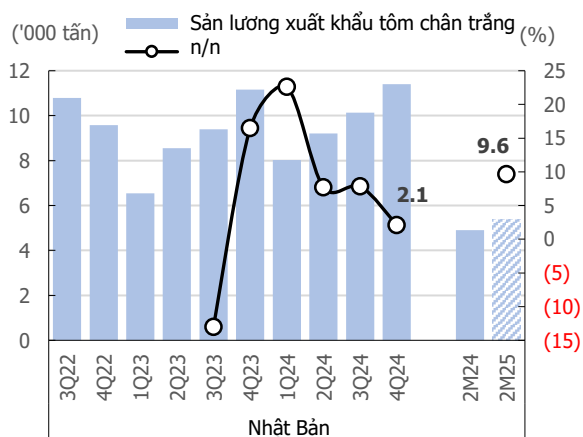
## 2.2. Thị trường Nhật Bản – Nhu cầu phục hồi tốt hơn kỳ vọng

Trong 2T25, xuất khẩu tôm của Việt Nam sang Nhật đạt 49 triệu USD (+10.3% n/n), với sản lượng xuất khẩu tăng +9.6% n/n và giá bán tăng nhẹ +0.6% n/n, ở mức USD9.1/kg (Hình 25, 26).

Sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng và đồng Yên tăng giá trở lại là hai động lực chính hỗ trợ đà phục hồi xuất khẩu tôm sang Nhật. Cụ thể, trong tháng 01/2025, tổng lượng nhập khẩu tôm của Nhật tăng +15.8% n/n, trong đó: sản lượng tăng +4.2% n/n và giá bán tăng mạnh +11.2% n/n, theo dữ liệu từ Cục Hải quan Nhật Bản (Bảng 3). Chúng tôi cho rằng các yếu tố thuận lợi này nhiều khả năng sẽ kéo dài, qua đó củng cố niềm tin tiêu dùng. Bên cạnh đó, doanh nghiệp tôm Việt Nam đang có lợi thế cạnh tranh rõ rệt ở phân khúc tôm chế biến sẵn – là sản phẩm được ưa chuộng tại thị trường Nhật – và duy trì thị phần dẫn đầu. Do vậy, chúng tôi đánh giá rằng sản lượng và giá bán xuất khẩu tôm của Việt Nam sẽ có khả năng tận dụng xu hướng phục hồi nhu cầu tốt hơn so với các đối thủ.

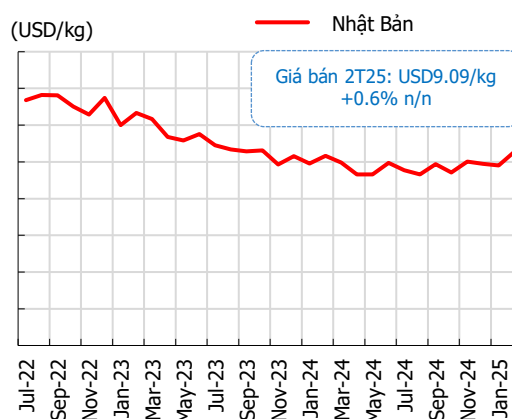
Trong ngắn hạn, chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu và giá bán tôm trong 1Q25F sẽ tăng lần lượt 10~12% n/n và tăng 1~2% n/n, tương ứng với mức USD9.1/kg ~ USD9.2/kg.

**Hình 25. Sản lượng xuất khẩu sang Nhật Bản tăng vượt kỳ vọng**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 26. Giá bán tôm vẫn ổn định trong 2T25**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Bảng 3. Tôm Việt Nam giữ vị trí chủ chốt trên thị trường Nhật Bản**

|                 | Sản lượng tôm |               |             | Giá bán tôm |             |             | Thị phần    |             |            |
|-----------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
|                 | 1T2024        | 1T2025        | n/n         | 1T2024      | 1T2025      | n/n         | 1T2024      | 1T2025      | n/n        |
| <b>Việt Nam</b> | <b>3,398</b>  | <b>3,906</b>  | <b>14.9</b> | <b>9.7</b>  | <b>10.5</b> | <b>8.0</b>  | <b>20.0</b> | <b>22.0</b> | <b>2.1</b> |
| Ấn Độ           | 3,157         | 2,979         | (5.6)       | 7.8         | 8.1         | 4.5         | 18.6        | 16.8        | (1.7)      |
| Indonesia       | 2,568         | 2,299         | (10.5)      | 8.8         | 10.1        | 15.0        | 15.1        | 13.0        | (2.1)      |
| Thái Lan        | 2,094         | 2,238         | 6.9         | 9.1         | 10.2        | 11.8        | 12.3        | 12.6        | 0.3        |
| Argentina       | 2,022         | 2,104         | 4.1         | 6.9         | 8.3         | 21.5        | 11.9        | 11.9        | (0.0)      |
| <b>Tổng</b>     | <b>17,012</b> | <b>17,723</b> | <b>4.2</b>  | <b>8.4</b>  | <b>9.3</b>  | <b>11.2</b> | <b>100</b>  | <b>100</b>  |            |

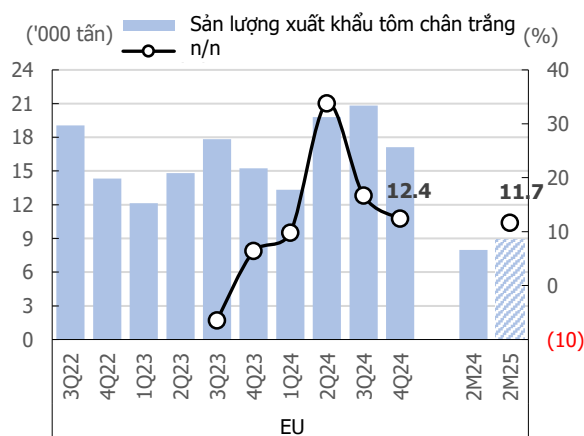
Nguồn: Cục Hải quan Nhật Bản, Agromonitor, KIS Research tổng hợp

## 2.3. Thị trường EU – Tăng trưởng mạnh về sản lượng và giá bán

Tại thị trường EU, theo dữ liệu từ Agromonitor, xuất khẩu tôm sang EU trong 2T25 ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, đạt 75 triệu USD (+15% n/n). Chúng tôi ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ cả về sản lượng xuất khẩu lẫn giá bán tôm,

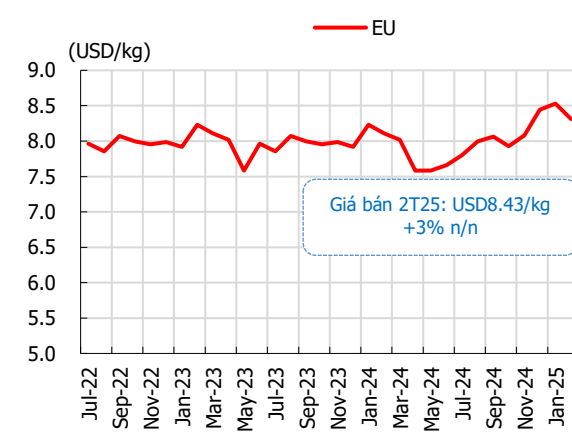
lần lượt tăng +11.7% n/n và +3% n/n (Hình 28, 29). Các yếu tố hỗ trợ cho nhu cầu tiêu dùng bao gồm (1) Áp lực lạm phát giảm nhiệt, và (2) ECB hạ lãi suất nhằm kích thích kinh tế. Nhờ đó, niềm tin tiêu dùng tại khu vực EU được cải thiện đáng kể, giúp thị trường này vượt kỳ vọng, trong bối cảnh nguồn cung dồi dào và xu hướng giá bán tôm phục hồi. Dựa trên các yếu tố trên, chúng tôi dự phóng trong 1Q25F, sản lượng xuất khẩu và giá bán tôm sang EU sẽ tăng lần lượt +12~15% n/n và +3~5% n/n, tương ứng với USD8.5/kg ~ USD8.6/kg.

**Hình 27. Tiêu thụ mạnh ở EU thúc đẩy sản lượng xuất khẩu tôm của Việt Nam**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 28. Giá bán tôm sang EU cũng tốt hơn so với các nước khác**



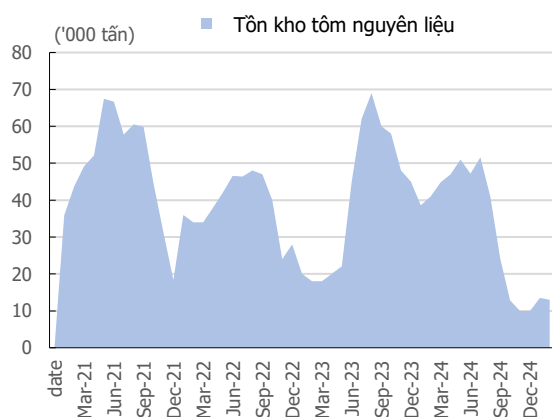
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

## 2.4. Giá đầu vào duy trì ở mức cao nhưng được bù đắp bởi giá bán xuất khẩu phục hồi

Giá tôm nguyên liệu trong nước đã có xu hướng tăng kể từ tháng 7/2024 và duy trì ở mức cao, chủ yếu do nhu cầu chế biến tăng trong khi nguồn cung trong nước bị thu hẹp (Hình 29). Điều này có thể khiến chi phí nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp xuất khẩu tôm tăng trong 1Q25F. Tuy nhiên, giá bán xuất khẩu tôm trong 2T25 đã phục hồi, qua đó phần nào bù đắp được áp lực chi phí đầu vào.

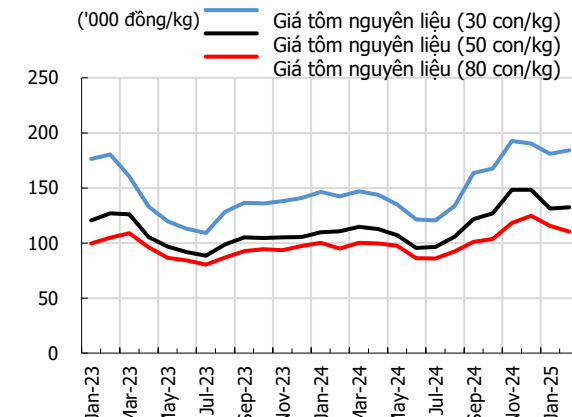
Chúng tôi kỳ vọng giá tôm nguyên liệu trong nước sẽ dần hạ nhiệt từ 2Q25F trở đi, nhờ vào mùa thu hoạch cao điểm bắt đầu từ 2Q25F, giúp nguồn cung tôm nguyên liệu tăng trở lại và tạo áp lực giảm giá.

**Hình 29. Nguồn cung tôm trong nước thắt chặt**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

**Hình 30... dẫn đến giá tôm nguyên liệu tăng**



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

### III. KQKD 1Q25F của các doanh nghiệp niêm yết

#### 1. VHC – Theo dõi và chờ đợi

**Bảng 4. Dự phóng kết quả kinh doanh của VHC trong 1Q25F**

(tỷ đồng, %)

|                                            | 1Q24A        | 4Q24A        | 1Q25F        |               |               | 2025F         |             | Consensus  |               |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-------------|------------|---------------|
|                                            |              |              |              | n/n           | q/q           |               | n/n         | 1Q25F      | 2025F         |
| <b>Doanh thu</b>                           | <b>2,856</b> | <b>3,206</b> | <b>2,695</b> | <b>(5.6)</b>  | <b>(15.9)</b> | <b>12,987</b> | <b>3.6</b>  | <b>N/A</b> | <b>14,137</b> |
| <i>Cá tra phi-lê và sản phẩm liên quan</i> | <i>2,368</i> | <i>2,827</i> | <i>2,269</i> | <i>(4.2)</i>  | <i>(20)</i>   | <i>11,122</i> | <i>2.5</i>  | <i>-</i>   | <i>-</i>      |
| <i>Collagen &amp; Gelatin</i>              | <i>238</i>   | <i>142</i>   | <i>192</i>   | <i>(19.2)</i> | <i>35.2</i>   | <i>886</i>    | <i>14.6</i> | <i>-</i>   | <i>-</i>      |
| <i>Sa Giang (SGC)</i>                      | <i>162</i>   | <i>188</i>   | <i>176</i>   | <i>8.5</i>    | <i>(6.4)</i>  | <i>745</i>    | <i>5.1</i>  | <i>-</i>   | <i>-</i>      |
| <i>Thực phẩm Thanh Ngọc</i>                | <i>45</i>    | <i>49</i>    | <i>58</i>    | <i>29.6</i>   | <i>18.4</i>   | <i>234</i>    | <i>17.8</i> | <i>-</i>   | <i>-</i>      |
| <b>LN gộp</b>                              | <b>266</b>   | <b>578</b>   | <b>506</b>   | <b>90.2</b>   | <b>(12.5)</b> | <b>2,217</b>  | <b>17.2</b> | <b>N/A</b> | <b>2,323</b>  |
| Chi phí QL BH                              | 132          | 202          | 139          | 5.3           | (31.2)        | 660           | 3.4         | -          | -             |
| Lợi nhuận hoạt động                        | 207          | 474          | 410          | 98.1          | (13.5)        | 1,698         | 16.2        | -          | -             |
| <b>LN TT</b>                               | <b>217</b>   | <b>481</b>   | <b>419</b>   | <b>93.1</b>   | <b>(12.9)</b> | <b>1,734</b>  | <b>15.9</b> | <b>-</b>   | <b>-</b>      |
| <b>LN ST</b>                               | <b>189</b>   | <b>441</b>   | <b>366</b>   | <b>93.7</b>   | <b>(17)</b>   | <b>1,514</b>  | <b>15.5</b> | <b>N/A</b> | <b>1,692</b>  |
| <b>LN ST – CTM</b>                         | <b>170</b>   | <b>425</b>   | <b>342</b>   | <b>1.01x</b>  | <b>(19.5)</b> | <b>1,415</b>  | <b>14.7</b> | <b>N/A</b> | <b>1,503</b>  |

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

**Dự phóng doanh thu:** Trong 1Q25F, chúng tôi ước tính doanh thu của VHC đạt 2,695 tỷ đồng (-5.6% n/n/ -15.9% q/q). Cụ thể:

- **Phi lê cá tra:** Tổng giá trị xuất khẩu dự kiến tăng chậm hơn so với mức trung bình năm 2024, đạt 56.5 triệu USD (-5.3% n/n/ -24.9% q/q):
  - **Sản lượng xuất khẩu cá tra:** đạt 19,182 tấn, giảm -12.4% n/n và -28.7% q/q. Sự sụt giảm sản lượng xuất khẩu đến từ xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Trung Quốc yếu hơn kỳ vọng. Đáng chú ý, xuất khẩu của VHC sang Mỹ mất đà tăng trưởng; chúng tôi cho rằng tồn kho của các khách hàng chủ lực tại Mỹ đã tăng mạnh sau giai đoạn nhập hàng tích cực, qua đó tạm thời làm giảm nhu cầu trong 1Q25F. Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu giảm -5.8% n/n.
- Trong khi đó, thị trường Trung Quốc vẫn ảm đạm do dư cung và nhu cầu tiêu thụ yếu, tiếp tục gây áp lực lên xuất khẩu cá tra của VHC. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc giảm -31% n/n. Ngược lại, thị trường EU được kỳ vọng cải thiện +10% n/n.
- **Giá bán cá tra:** Giá bán cá tra của VHC có thể tăng lên USD2.95/kg (+8.1% n/n/ +5.2% q/q). Cụ thể, chúng tôi dự báo giá bán tại Mỹ, EU và Trung Quốc lần lượt là USD3.0/kg (+10.7% n/n), USD3.5/kg (+1.6% n/n) và USD2.0/kg (-9% n/n).
- **Các sản phẩm phụ từ cá tra:** Nhu cầu đối với các sản phẩm này cũng chứng lại rõ rệt, đặc biệt là bột cá và dầu cá (nguyên liệu chính cho thức ăn chăn nuôi). Sự sụt giảm này chủ yếu do đã nhập khẩu chậm lại tại Trung Quốc (thị trường chính của các sản phẩm này).
- **Collagen & Gelatin (C&G):** Doanh thu C&G ảm đạm, giảm -19.2% n/n (105 tỷ đồng) trong 2T25. Dựa trên xu hướng này, chúng tôi dự báo doanh thu C&G trong 1Q25F đạt 192 tỷ đồng (-19~20% n/n).

- **Sa Giang (SGC):** Trong 2T25, doanh thu sản phẩm từ gạo tăng trưởng tích cực (+50% n/n) nhờ nhu cầu cao tại các thị trường xuất khẩu chính. Ngược lại, doanh thu sản phẩm bánh phồng tôm giảm -17% n/n. Trong 1Q25F, chúng tôi kỳ vọng doanh thu đạt 176 tỷ đồng (+10.5% n/n). Trong bối cảnh nhu cầu xuất khẩu sản phẩm từ gạo tích cực, VHC lên kế hoạch mở rộng dây chuyền sản xuất trong năm 2025F. Do đó, chúng tôi cho rằng phân khúc này sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ.

**Dự phóng biên LN gộp & LNST:** Biên LN gộp của VHC có thể mở rộng lên 19.1% (+10.2đpt n/n/ +1.1đpt q/q) nhờ giá bán cá tra tăng và chi phí nguyên liệu đầu vào (giá thức ăn thủy sản) giảm so với cùng kỳ. Về LNST, VHC có thể ghi nhận kết quả khả quan với LNST-CTM đạt 342 tỷ đồng (+1.02x n/n/ -19.6% q/q).

**Khuyến nghị:** Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá cổ phiếu VHC. Đối với phương pháp DCF, chúng tôi cho rằng đây là phương pháp phù hợp để phản ánh triển vọng trung và dài hạn của VHC, đồng thời bỏ qua các biến động ngắn hạn của chu kỳ giá cá tra. Phương pháp này đưa ra mức giá hợp lý của VHC là VND77,200/cp.

Chúng tôi đang xem xét điều chỉnh giảm giá mục tiêu do (1) dự báo thấp hơn về giá bán và sản lượng xuất khẩu cá tra trong giai đoạn 2025F-29F, và (2) dự báo thấp hơn đối với các mảng kinh doanh còn lại.

## 2. ANV - Triển vọng xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc kém khả quan

**Bảng 5. Dự phóng kết quả kinh doanh của ANV trong 1Q25F**

(tỷ đồng, %)

|                                            | 1Q24A        | 4Q24A        | 1Q25F       |               |               | 2025F        | n/n          | Consensus  |              |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|-------------|---------------|---------------|--------------|--------------|------------|--------------|
|                                            |              |              |             | n/n           | q/q           |              |              | 1Q25F      | 2025F        |
| <b>Doanh thu</b>                           | <b>1,016</b> | <b>1,361</b> | <b>985</b>  | <b>(3.1)</b>  | <b>(27.6)</b> | <b>4,830</b> | <b>(1.7)</b> | <b>N/A</b> | <b>5,360</b> |
| <i>Cá tra phi-lê và sản phẩm liên quan</i> | 984          | 1,330        | 953         | (3.2)         | (28.3)        | 4,702        | (1.7)        | -          | -            |
| <i>Xây dựng và khác</i>                    | 4            | 6            | 4           | -             | (33.3)        | 19           | -            | -          | -            |
| <i>Năng lượng mặt trời</i>                 | 27           | 25           | 27          | -             | 8             | 109          | -            | -          | -            |
| <b>LN gộp</b>                              | <b>101</b>   | <b>139</b>   | <b>114</b>  | <b>12.9</b>   | <b>(18.0)</b> | <b>584</b>   | <b>4.1</b>   | <b>N/A</b> | <b>702</b>   |
| Chi phí QLBH                               | 53           | 116          | 72          | 35.8          | (37.9)        | 354          | (3.3)        | -          | -            |
| Lợi nhuận hoạt động                        | 29           | 13           | 22          | (24.1)        | 69.2          | 152          | 23.2         | -          | -            |
| <b>LNTT</b>                                | <b>30</b>    | <b>14</b>    | <b>22</b>   | <b>(26.7)</b> | <b>57.1</b>   | <b>148</b>   | <b>88.3</b>  | <b>-</b>   | <b>-</b>     |
| <b>LNST</b>                                | <b>16.9</b>  | <b>5.9</b>   | <b>18.7</b> | <b>10.7</b>   | <b>2.2x</b>   | <b>126</b>   | <b>1.6x</b>  | <b>N/A</b> | <b>145</b>   |
| <b>LNST – CTM</b>                          | <b>16.9</b>  | <b>5.9</b>   | <b>18.7</b> | <b>10.7</b>   | <b>2.2x</b>   | <b>126</b>   | <b>1.6x</b>  | <b>N/A</b> | <b>145</b>   |

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

**Dự phóng doanh thu:** Trong 1Q25F, chúng tôi ước tính doanh thu của ANV đạt 985 tỷ đồng, giảm 3.1% n/n và 27.6% q/q. Đáng chú ý, mảng cá tra là yếu tố chính kéo giảm tăng trưởng doanh thu do triển vọng xuất khẩu kém tích cực. Đối với mảng cá tra, chúng tôi kỳ vọng:

- **Sản lượng xuất khẩu cá tra:** đạt tổng cộng 10,265 tấn (-21.4% n/n), chịu áp lực từ thị trường Trung Quốc (-80% n/n) và EU (-10~12% n/n). Ngược lại, thị trường Mỹ Latinh (Brazil, Mexico...) và ASEAN tăng mạnh +40% n/n và +15% n/n, lần lượt. Nhìn chung, chúng tôi ghi nhận ANV đang dần dịch chuyển thị trường từ Trung Quốc sang các quốc gia khác như Thái Lan, các nước Mỹ Latinh... nhằm giảm thiểu ảnh hưởng từ nhu cầu tiêu thụ yếu tại Trung Quốc.

- *Giá bán cá tra*: dự kiến đạt USD2.14/kg (+14.9% n/n, +0.8% q/q), giá bán phục hồi so với cùng kỳ nhờ nền so sánh thấp.
- *Doanh thu nội địa*: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa tăng nhẹ 5% n/n, đạt 407 tỷ đồng.

**Dự phóng biên LN gộp & LNST:** Biên LN gộp của ANV dự kiến đạt 11.6% (+1.6đpt n/n, +1.4đpt q/q), sự cải thiện trong biên lợi nhuận gộp đến từ (1) Giá bán cá tra phục hồi từ nền thấp, (2) Chi phí đầu vào được kiểm soát tốt bất chấp giá cá tra nguyên liệu tăng mạnh trong 4Q24 nhờ ANV chủ động 100% nguồn nguyên liệu. Về lợi nhuận sau thuế, ANV có thể ghi nhận LNST đạt 18.7 tỷ đồng (+11% n/n, +2.17% q/q).

**Khuyến nghị:** Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu ANV do xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc (thị trường chủ lực của ANV) yếu hơn kỳ vọng và định giá hiện tại chưa đủ hấp dẫn so với dự phóng LNST năm 2025F.

### 3. IDI – Khó khăn vẫn tiếp diễn

**Bảng 6. Dự phóng kết quả kinh doanh của IDI trong 1Q25F**

(tỷ đồng, %)

|                          | 1Q24A        | 4Q24A        | 1Q25F        |               |               | 2025F        |              | Consensus |       |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|-----------|-------|
|                          |              |              |              | n/n           | q/q           |              | n/n          | 1Q25F     | 2025F |
| <b>Revenue</b>           | <b>1,630</b> | <b>1,687</b> | <b>1,599</b> | <b>(1.9)</b>  | <b>(5.2)</b>  | <b>7,401</b> | <b>3.6</b>   | -         | -     |
| <i>Cá tra phi-lê</i>     | 644          | 737          | 612          | (5.0)         | (17.0)        | 2,867        | 3.3          | -         | -     |
| <i>Bột cá, dầu cá</i>    | 697          | 645          | 697          | -             | 8.1           | 3,005        | 3.8          | -         | -     |
| <i>Thức ăn chăn nuôi</i> | 280          | 293          | 280          | -             | (4.4)         | 1,475        | 4.0          | -         | -     |
| <i>Dịch vụ</i>           | 10           | 13           | 10           | -             | (23.1)        | 54           | -            | -         | -     |
| <i>Bất động sản</i>      | -            | -            | -            | -             | -             | -            | -            | -         | -     |
| <b>LN gộp</b>            | <b>119</b>   | <b>126</b>   | <b>118</b>   | <b>(0.8)</b>  | <b>(6.4)</b>  | <b>602</b>   | <b>7.7</b>   | -         | -     |
| Chi phí QL BH            | 59           | 73           | 61           | 3.4           | (16.4)        | 282          | 4.0          | -         | -     |
| Lợi nhuận hoạt động      | 19           | 30           | 21           | 10.5          | (30.0)        | 173          | 62.1         | -         | -     |
| <b>LNTT</b>              | <b>19.3</b>  | <b>31.3</b>  | <b>21.1</b>  | <b>9.3</b>    | <b>(32.6)</b> | <b>174</b>   | <b>1.01x</b> | -         | -     |
| <b>LNST</b>              | <b>16.6</b>  | <b>18.5</b>  | <b>14.5</b>  | <b>(12.7)</b> | <b>(21.6)</b> | <b>120</b>   | <b>65.2</b>  | -         | -     |
| <b>LNST – CTM</b>        | <b>13.7</b>  | <b>15.5</b>  | <b>12.2</b>  | <b>(10.9)</b> | <b>(21.3)</b> | <b>101</b>   | <b>66.7</b>  | -         | -     |

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

**Dự phóng doanh thu:** Trong 1Q25F, chúng tôi ước tính doanh thu của IDI có thể đạt 1,597 tỷ đồng (-2.1% n/n/ -5.4% q/q). Cụ thể:

- *Sản phẩm phi lê cá tra*: Chúng tôi dự báo doanh thu cá tra có thể đạt 612 tỷ đồng (-4.9% n/n/ -17% q/q). Cụ thể, sản lượng xuất khẩu cá tra dự kiến giảm khoảng -15~18% n/n do tiêu thụ tại Trung Quốc và Mexico suy yếu trong 1Q25F. Về giá bán, chúng tôi kỳ vọng giá bán của IDI giữ ở mức USD2.2/kg, tương đương mức trung bình 2M25 theo dữ liệu từ Agromonitor. Đối với thị trường nội địa, chúng tôi cho rằng IDI sẽ đẩy mạnh tiêu thụ nhằm bù đắp cho sự suy giảm của xuất khẩu, dự phóng tăng khoảng +5~7% n/n.
- Ngoài ra, mảng bột cá và dầu cá có thể duy trì ở mức 758 tỷ đồng. Doanh thu thức ăn thủy sản trong 1Q25F dự kiến đạt 280 tỷ đồng.

**Dự phóng biên LN gộp & LNST:** Biên LN gộp của IDI dự báo đạt 7.4% (gần như đi ngang so với cùng kỳ và quý trước) nhờ giá bán cá tra tăng nhẹ, trong khi chi phí đầu vào cũng tăng nhẹ để bù đắp cho giá bán cao hơn. Theo đó, chúng tôi ước tính LNST-CTM có thể đạt 12.2 tỷ đồng (-10.7% n/n/ -21.3% q/q).

**Khuyến nghị:** Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu IDI do kết quả kinh doanh phục hồi chậm. Bên cạnh đó, chúng tôi vẫn lo ngại về các rủi ro liên quan đến các khoản đầu tư kém hiệu quả vào mảng ngoài lõi và dư nợ lớn với công ty mẹ.

#### 4. FMC – Sản lượng xuất khẩu tăng mạnh là động lực tăng trưởng chính

**Bảng 7. Dự phóng kết quả kinh doanh của FMC trong 1Q25F**

(tỷ đồng, %)

|                     | 1Q24A        | 4Q24A        | 1Q25F        |             |               | 2025F        | n/n         | Consensus  |              |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|---------------|--------------|-------------|------------|--------------|
|                     |              |              |              | n/n         | q/q           |              |             | 3Q24F      | 2024F        |
| <b>Doanh thu</b>    | <b>1,461</b> | <b>1,364</b> | <b>2,273</b> | <b>55.6</b> | <b>66.6</b>   | <b>8,859</b> | <b>28.2</b> | <b>N/A</b> | <b>7,739</b> |
| Sản phẩm tôm        | 1,426        | 1,334        | 2,254        | 58.1        | 69.0          | 8,727        | 28.8        | -          | -            |
| Nông sản            | 35           | 30           | 19           | (45.7)      | (36.7)        | 132          | (6.1)       | -          | -            |
| <b>LN gộp</b>       | <b>96</b>    | <b>207</b>   | <b>169</b>   | <b>76.0</b> | <b>(18.4)</b> | <b>913</b>   | <b>21.4</b> | <b>N/A</b> | <b>875</b>   |
| Chi phí QL BH       | 50           | 70           | 108          | 116         | 54.3          | 472          | 21.5        | -          | -            |
| Lợi nhuận hoạt động | 57           | 190          | 83           | 45.6        | (56.3)        | 486          | 15.1        | -          | -            |
| Lãi/ (lỗ) khác      | 57           | 190          | 83           | 45.6        | (56.3)        | 486          | 15.2        | -          | -            |
| <b>LNTT</b>         | <b>57</b>    | <b>187</b>   | <b>83</b>    | <b>45.6</b> | <b>(56.3)</b> | <b>482</b>   | <b>14.0</b> | <b>N/A</b> | <b>391</b>   |
| <b>LNST</b>         | <b>50</b>    | <b>110</b>   | <b>62</b>    | <b>24.0</b> | <b>(43.6)</b> | <b>362</b>   | <b>18.3</b> | <b>N/A</b> | <b>361</b>   |

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

**Dự phóng doanh thu:** Chúng tôi dự phóng doanh thu 1Q25F của FMC đạt 2,273 tỷ đồng (+55.6% n/n), tăng trưởng doanh thu của FMC vẫn duy trì tích cực nhờ sự cải thiện rõ nét ở mảng tôm. Cụ thể, doanh thu tôm được dự phóng đạt 2,254 tỷ đồng (+58.1% n/n), nhờ các yếu tố sau:

- **Sản lượng tôm:** Trong 2T25, sản lượng tiêu thụ đạt 4,100 tấn (+87% n/n), vượt kỳ vọng của chúng tôi nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của xuất khẩu sang các thị trường chủ lực, đặc biệt là thị trường EU. Chúng tôi cho rằng Khang An (FMC nắm 51% cổ phần tại KAF) có thể là bên hưởng lợi lớn nhất từ ND đã tăng trưởng tại thị trường EU nhờ lợi thế xuất khẩu các sản phẩm tôm giá trị gia tăng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôm trong 1Q25F sẽ tăng mạnh khoảng +50~55% n/n.
- **Giá bán tôm:** Theo ước tính của chúng tôi, giá bán tôm đạt khoảng VND340,500/kg (trung bình +2% n/n), nhờ sự phục hồi dần của nhu cầu tiêu thụ, chủ yếu được dẫn dắt bởi các thị trường Nhật Bản và EU.

**Dự phóng biên LN gộp & LNST:** Chi phí đầu vào của FMC (giá tôm nguyên liệu) có thể ghi nhận mức tăng nhẹ trong 1Q25F do ảnh hưởng từ đợt tăng giá tôm mua ngoài trong 4Q24. Tuy nhiên, FMC khá tự tin vào việc thả nuôi tôm vùng nuôi tự chủ trong mùa vụ nghịch. Doanh nghiệp đã tiến hành thả giống toàn bộ diện tích nuôi tôm hiện tại. Do đó, chúng tôi cho rằng sản lượng tôm nuôi nội bộ sẽ dồi dào, phần nào giảm thiểu rủi ro biến động chi phí đầu vào. Theo đó, biên LN gộp có thể đạt 7.45% (+0.85đpt n/n). LNST-CTM kỳ vọng đạt 62 tỷ đồng (+24% n/n), chủ yếu nhờ sản lượng xuất khẩu tăng mạnh.

**Khuyến nghị:** Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu FMC. Dù LNST năm 2025F được kỳ vọng tăng trưởng tích cực, nhờ sản lượng tôm tăng và biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định, cùng với hoàn thuế chống bán phá giá, nhưng để định giá cổ phiếu thực sự hấp dẫn, cần thêm yếu tố cải thiện rõ rệt về giá bán. Do đó, chúng tôi cho rằng cần tiếp tục theo dõi sát xu hướng cung – cầu tôm toàn cầu để có thể đánh giá và điều chỉnh khuyến nghị phù hợp.

■ **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**

- Nâng 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 chúng 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 các 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 9/04/2025.

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 9/04/2025.

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 © 2025 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.