

TRIỂN VỌNG THỦY SẢN 2H25F

XU HƯỚNG THẬN TRỌNG TRƯỚC NHỮNG BẤT ĐỊNH VỀ THUẾ QUAN

TRUNG LẬP

- Tài liệu này được chuẩn bị bởi KIS Vietnam Securities Corp nhằm giúp các nhân viên nội bộ của chúng tôi đầu tư vào chứng khoán. Tài liệu này được bảo vệ bản quyền và không được sao chép, phân phối, chuyển tiếp hoặc thay đổi dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý của KIS Vietnam Securities Corp.
- Tài liệu này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản tài liệu 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. Chúng tôi không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của tài liệu này và nó không nên được tin cậy như vậy. Công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này hoặc nội dung của tài liệu này. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và tài liệu phân tích này không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Cổ phiếu trong báo cáo này được lựa chọn dựa trên sự đồng thuận và các mô hình định lượng của KIS Vietnam Securities Corp, do đó có thể không trùng khớp với các khuyến nghị của KIS Vietnam Securities Corp.
- Nội dung của tài liệu này phản ánh chính xác quan điểm của nhà phân tích. Dưới bất kỳ hình thức nào, không có áp lực hoặc can thiệp từ bên ngoài trong quá trình phân tích hoặc chuẩn bị tài liệu này.

Triển vọng ngành thủy sản 2H25F

Xu hướng thận trọng trước những bất định về thuế quan

Sector Rating	Tiêu cực Trung lập Tích cực
Tổng Quan Ngành	Trong quý 1/2025, xuất khẩu cá tra thiếu vắng động lực tăng trưởng mới. Trong đó, sản lượng xuất khẩu ghi nhận sự sụt giảm đến từ xu hướng giảm dần trong nhu cầu nhập khẩu tại các thị trường chủ lực, sau giai đoạn gia tăng mạnh hoạt động mua hàng trong 2H24. Đáng chú ý, thị trường Mỹ không còn duy trì tăng trưởng như năm 2024. Ở chiều ngược lại, kim ngạch xuất khẩu tôm ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ. Đặc biệt, xuất khẩu tôm sang Nhật Bản và EU tăng trưởng hai chữ số nhờ nhu cầu cải thiện. Ngoài ra, xuất khẩu sang thị trường Mỹ cũng ghi nhận mức tăng trưởng một chữ số. - Mặc dù tất cả các doanh nghiệp cá tra trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi đều ghi nhận tăng trưởng n/n, nhưng VHC lại có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm do xuất khẩu sang Mỹ gặp bất lợi và chi phí đầu vào gia tăng. Đối với nhóm doanh nghiệp xuất khẩu tôm, FMC chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi giá tôm nguyên liệu ở mức cao và sản lượng khai thác thấp từ các vùng nuôi tự chủ, dẫn đến LNST sụt giảm.
Triển vọng 2H25F	Xuất khẩu cá tra: Triển vọng 2H25F: Tại thị trường Mỹ, nhu cầu đối với cá tra có thể chịu tác động tiêu cực bởi: (1) môi trường cạnh tranh ngày càng gay gắt, và (2) nguy cơ tiêu dùng suy yếu do những bất ổn vĩ mô. Thị trường Trung Quốc được dự báo tiếp tục ảm đạm, trong khi xuất khẩu cá tra sang EU kỳ vọng duy trì đi ngang. Chúng tôi ghi nhận nhận thấy xuất khẩu tích cực sang Mexico và Brazil; theo đó, các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu lớn vào hai thị trường này có thể phục hồi tốt. Xét về biên lợi nhuận: Thức ăn thủy sản (chiếm khoảng 70–75% tổng chi phí nuôi trồng): Xu hướng giá hàng hóa nông nghiệp vẫn đang trên đà giảm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá thức ăn thủy sản sẽ duy trì ổn định, qua đó tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp sở hữu vùng nuôi quy mô lớn. <i>Giá cá tra nguyên liệu</i> được dự báo duy trì ở mức cao do tồn kho thấp kéo dài. Chúng tôi lưu ý rủi ro thiếu hụt nguồn cung, đặc biệt đối với loại cá tra cỡ 800g, điều này có thể gây áp lực lên biên LN gộp của các doanh nghiệp trong bối cảnh giá bán trung bình kém khả quan. Xuất khẩu tôm: Triển vọng 2H25F: Xuất khẩu tôm của Việt Nam sang Nhật Bản và EU dự báo sẽ duy trì ổn định, nhờ lợi thế cạnh tranh trong mảng chế biến tôm giá trị gia tăng. Do đó, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam đang ở vị thế thuận lợi để tận dụng đà phục hồi tại hai thị trường này. Trong khi đó, xuất khẩu sang Mỹ đang đối mặt với nhiều thách thức do các bất định liên quan đến thuế quan “đối ứng” và thuế chống bán phá giá (AD). Xét về biên lợi nhuận: Nhu cầu tại các thị trường chủ lực đang có xu hướng tăng trở lại, ngược lại, nguồn cung tôm toàn cầu vẫn dồi dào, đặc biệt với lượng cung lớn từ Ecuador. Do đó, giá bán trung bình của tôm được kỳ vọng sẽ chỉ tăng nhẹ. Bên cạnh đó, giá tôm nguyên liệu dự kiến vẫn duy trì ở mức cao, phần nào cản trở khả năng mở rộng biên lợi nhuận của các doanh nghiệp. Dự địa tăng trưởng: - Nhu cầu mạnh hơn kỳ vọng có thể hấp thụ phần lớn nguồn cung dư thừa, qua đó giúp sản lượng và giá bán xuất khẩu phục hồi nhanh chóng. - Việt Nam có thể đàm phán mức thuế thấp hơn sang thị trường Mỹ so với các đối thủ cạnh tranh khác, qua đó gia tăng thị phần.
Khuyến nghị	Dựa trên phân tích của chúng tôi, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với ngành thủy sản. Về khuyến nghị cổ phiếu, chúng tôi lần lượt đánh giá: VHC (GIỮ); ANV (GIỮ); IDI (GIỮ); và FMC (GIỮ).

Danh sách cổ phiếu trong danh mục theo dõi

Danh sách cổ phiếu trong danh mục theo dõi

	Khuyến nghị	GMT	Upside	2025F DT	2025F LNST	DT - yoy	LNST - yoy	2025F ROE	PE trượt	PB trượt	Cổ tức
Cá tra											
VHC	NẮM GIỮ	-	-	12,035	1,035	(3.8)	(15.5)	11.6	9.9x	1.4x	5.5
ANV	NẮM GIỮ	-	-	4,402	338	(10.4)	6.0x	11.4	27.8x	1.5x	1.2
IDI	NẮM GIỮ	-	-	6,745	93.9	(5.6)	55.4	2.7	23.4x	0.5x	N/A
ACL	KHÔNG XẾP HẠNG	-	-	-	-	-	-	-	48.7x	0.6x	N/A
Tôm											
FMC	NẮM GIỮ	-	-	7,580	251	9.6	(17.8)	11.3	8.3x	1.1x	4.8
MPC	KHÔNG XẾP HẠNG	-	-	-	-	-	-	-	N/A	1.1x	5.1
CMX	KHÔNG XẾP HẠNG	-	-	-	-	-	-	-	12.3x	0.5x	N/A



2H25F – Ngành Thủy sản: Trở nên thận trọng trước rủi ro thuế quan “đối ứng”

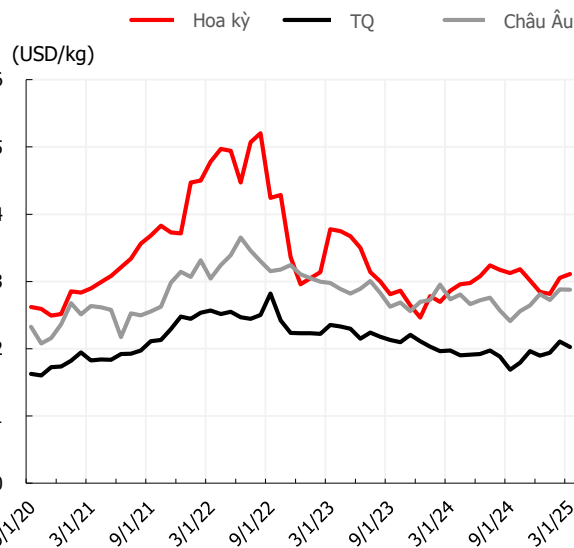
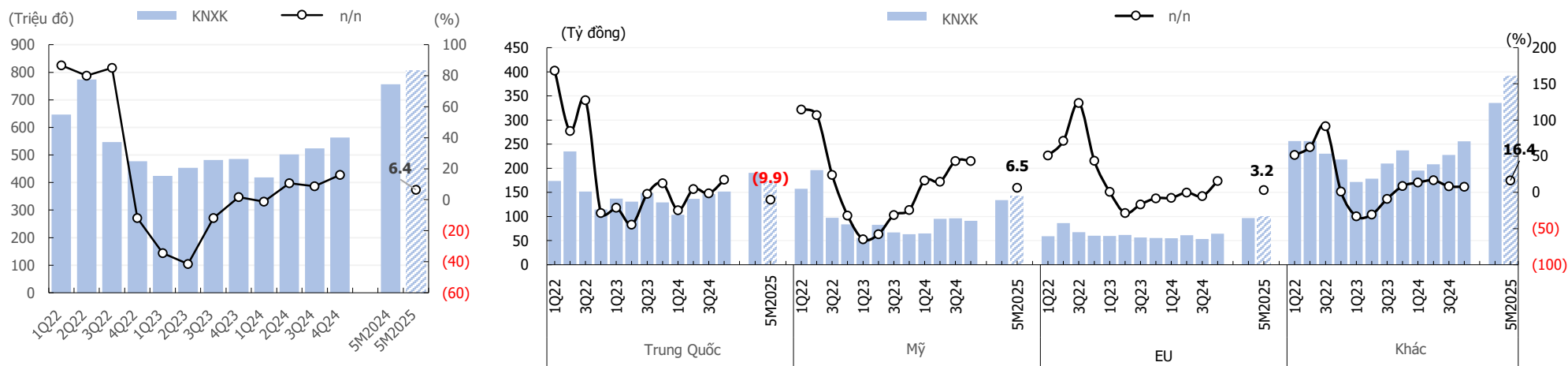
I. Phân tích ngành

1. Ngành cá tra
2. Ngành tôm

Tổng quan xuất khẩu cá tra trong 5M25

Sản lượng mất đà tăng trưởng, trong khi giá bán xuất khẩu cá tra chỉ tăng nhẹ tại các thị trường chủ lực.

Hình 01. Toàn cảnh 5T25 – Xuất khẩu cá tra ghi nhận mức tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, cả sản lượng và giá bán trung bình đều chỉ tăng ở mức vừa phải.



Toàn cảnh ngành:

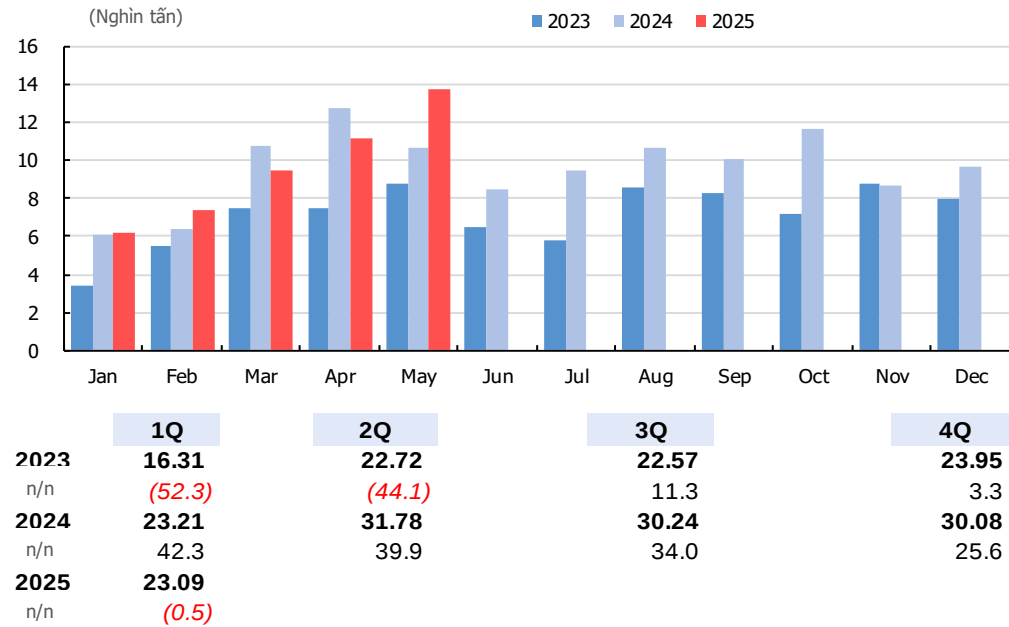
- Xuất khẩu cá tra ghi nhận dấu hiệu chứng lại trong 5T25**, chủ yếu do nhu cầu tiêu dùng suy yếu tại các thị trường chủ lực, đặc biệt là Mỹ.
- Dữ liệu 5M25 cho thấy sản lượng xuất khẩu** không còn là động lực tăng trưởng chính như năm 2024 (chỉ tăng +3.1% n/n), trong khi giá bán cá tra xuất khẩu chỉ ở mức đi ngang do cung-cầu không ủng hộ cho xu hướng giá bán.
- Trong 2Q25F**, xuất khẩu cá tra được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt nhờ hoạt động “chạy đơn hàng” trước khi thời gian hoãn áp thuế 90 ngày kết thúc. Dù số liệu có thể cải thiện so với quý 1, nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng 6 tháng cuối năm 2025** sẽ trở nên kém tích cực, do chu kỳ phục hồi của ngành chưa diễn ra như kỳ vọng.

Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Thị trường Mỹ

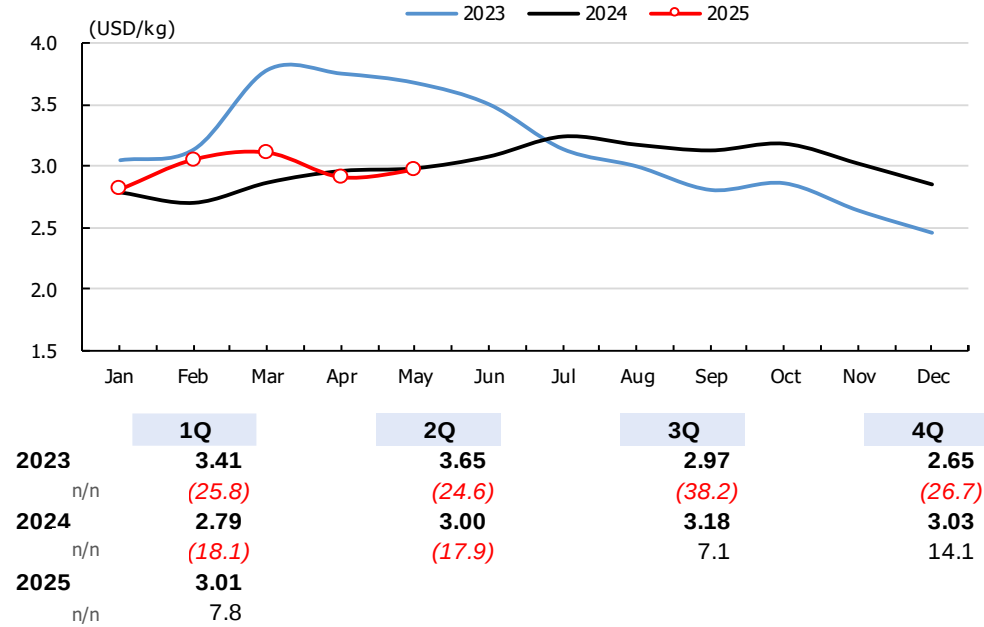
Giá bán cá tra sang thị trường Mỹ trong 2H25F ít động lực tăng trưởng và có thể giảm nhẹ trong cả năm 2025 do cung – cầu kém thuận lợi.

Hình 02. Sản lượng xuất khẩu đã mất đà tăng trưởng cao



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 03. Giá bán cá tra tăng nhẹ so với cùng kỳ do hiệu ứng mức nền thấp



Thị trường Mỹ – Triển vọng xuất khẩu cá tra

Sản lượng xuất khẩu:

- Dự báo sản lượng xuất khẩu sẽ **giảm** trong 6T cuối năm 2025 (2H25F) do tiêu dùng yếu hơn kỳ vọng và mức nền cao trong 2H24.
- Đáng chú ý, sự cạnh tranh từ cá rô phi Trung Quốc và cá pollock Mỹ cũng có thể gây áp lực lên sản lượng xuất khẩu cá tra.

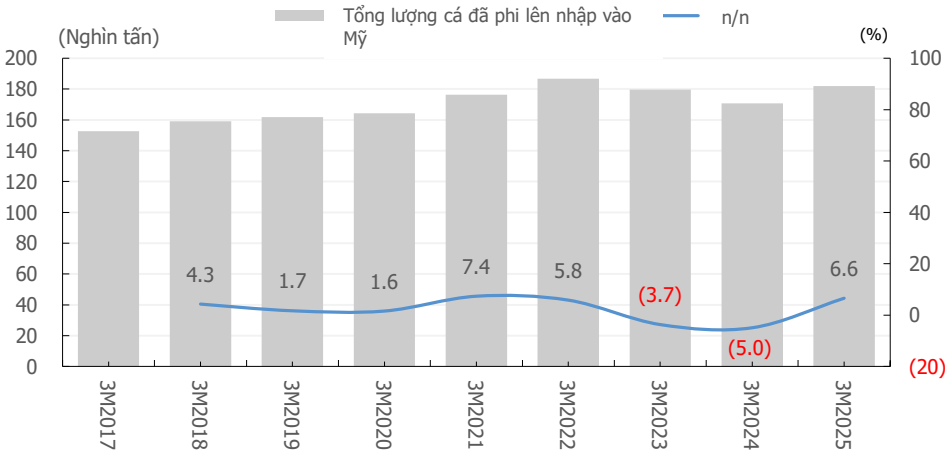
Giá bán xuất khẩu trung bình:

- Nhu cầu nhập khẩu mặc dù tăng theo hiện tượng “chạy trước đơn hàng” trước khi thuế quan có hiệu lực, chúng tôi nhận thấy không hình thành làn sóng dồn đơn hàng (pent-up demand) dù có hoạt động giao hàng sớm sang thị trường Mỹ.
- 1Q25: Giá xuất khẩu cao hơn cùng kỳ do nền thấp trong 1Q24, nhưng giảm nhẹ so với quý trước (4Q24: USD3.03/kg, -0.7% qoq).
- 2Q25F và 2H25F: Dự báo giá bán ảm đạm do:(i) Mức độ cạnh tranh gia tăng, (ii) Nguy cơ tiêu dùng suy yếu dưới tác động của bất ổn kinh tế vĩ mô.

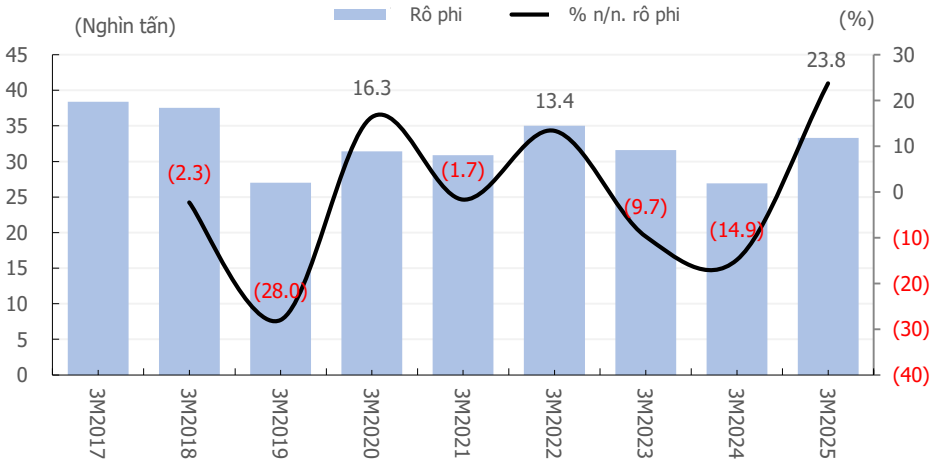
Thị trường Mỹ

Nguồn cung phi lê cá tại thị trường Mỹ – Cá rô phi nổi bật, vượt trội hơn cá tra trong 1Q25

Hình 04. Tổng lượng nhập khẩu cá phi lê vào Mỹ dần phục hồi sau giai đoạn khó khăn (2023–2024)



Hình 05. Trong đó, cá rô phi chiếm tỷ trọng lớn trong tổng sản lượng nhập khẩu vào Mỹ, nhờ hoạt động giao hàng sớm từ phía Trung Quốc.



Bảng 01... Do đó, có thể ảnh hưởng lên giá bán cá tra trong 2H25F

% Thị phần nhập khẩu	2021	2022	2023	2024	3T24	3T25	% Thay đổi
Cá hồi	43.9%	42.3%	49.9%	45.4%	48.8%	46.9%	(1.9)
Cá ngừ	5.2%	6.2%	5.4%	6.3%	4.5%	5.6%	1.1
Cá tuyết (Cod)	8.7%	8.8%	7.9%	8.5%	9.7%	8.4%	(1.3)
Cá minh thái	4.1%	4.5%	4.1%	2.6%	4.4%	2.5%	(1.9)
Cá tuyết (Haddock)	2.3%	2.9%	2.1%	2.5%	2.6%	3.2%	0.6
Cá trắng	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	(0.1)
Cá Hake	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.0
Khác	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0
Cá Cusk	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0
Cá rô phi	18.5%	16.8%	16.8%	16.6%	15.7%	18.3%	2.5
Cá tra	16.2%	17.5%	12.7%	17.1%	13.1%	14.0%	0.8

- **Nhập khẩu cá rô phi vào Mỹ tăng vọt 23,8% so với cùng kỳ trong 1Q25**, chủ yếu nhờ nguồn cung từ Trung Quốc phục hồi.
- **Với việc tạm hoãn áp thuế lên hàng hóa Trung Quốc trong giai đoạn đàm phán**, chúng tôi cho rằng các nhà nhập khẩu sẽ tiếp tục đẩy mạnh nhập khẩu cá rô phi trong 2Q25F.
- **Do đó, tồn kho chung của nhóm cá thịt trắng tại thị trường Mỹ được dự báo sẽ duy trì ở mức cao trong 2H25F do đã đẩy mạnh nhập trong 1H25.**

Nguồn: NOAA, KIS Research

Thị trường Mỹ

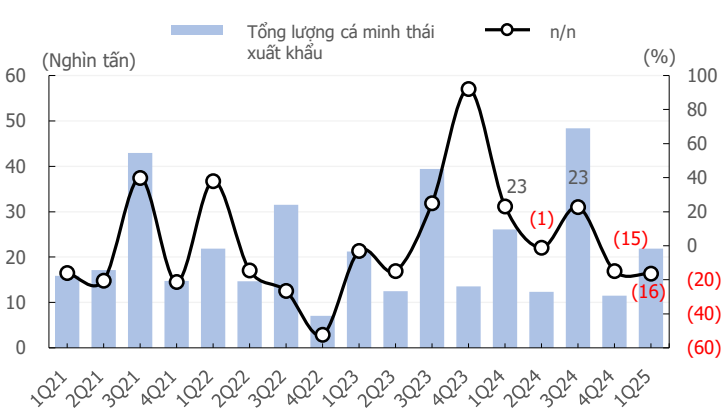
Nguồn cung cá phi lê tại thị trường Mỹ – Cá pollock của Mỹ quay trở lại phục vụ tiêu dùng nội địa.

Bảng 02. Nguy cơ cạnh tranh gia tăng đối với cá minh thái tại Mỹ khi sản lượng khai thác tăng mạnh trong 4T25

	2021	2022	2023	2024	4M2025
Hạn ngạch đánh bắt cá minh thái Nga	2,001,163	2,082,527	2,063,158	2,285,000	2,460,000
n/n		4.1	(0.9)	10.8	7.7
Sản lượng thực tế	1,721,000	1,895,100	1,960,000	1,910,500	1,050,100
% so với hạn ngạch đánh bắt	86.0	91.0	95.0	83.6	42.7
Hạn ngạch đánh bắt cá minh thái Alaska	1,507,297	1,276,933	1,446,165	1,495,720	1,533,748
n/n		(15.3)	13.3	3.4	2.5
Sản lượng thực tế	1,477,151	1,238,625	1,446,195	1,441,091	681,264
% so với hạn ngạch đánh bắt	98.0	97.0	100.0	96.3	44.4

Nguồn: Tradexfood, NOAA, KIS Research

Hình 06. Trong khi tổng sản lượng xuất khẩu cá minh thái của Mỹ sụt giảm mạnh, cho thấy xu hướng chuyển hướng sang tiêu thụ nội địa

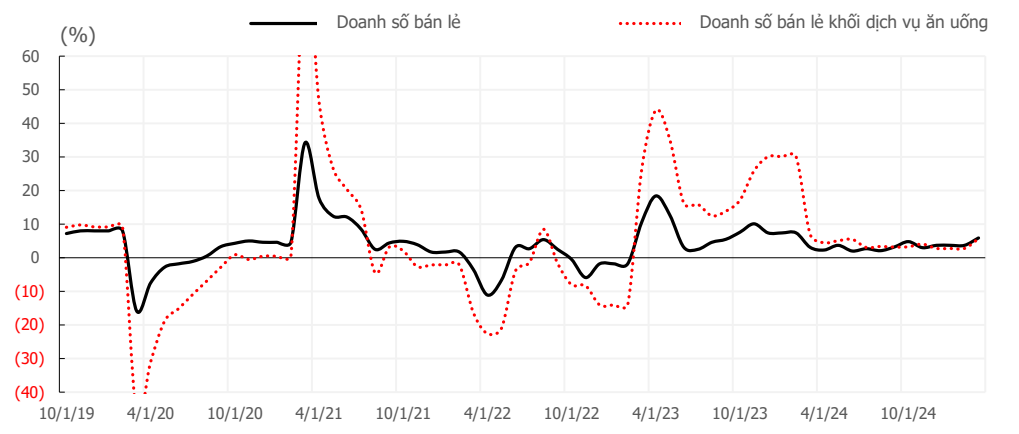
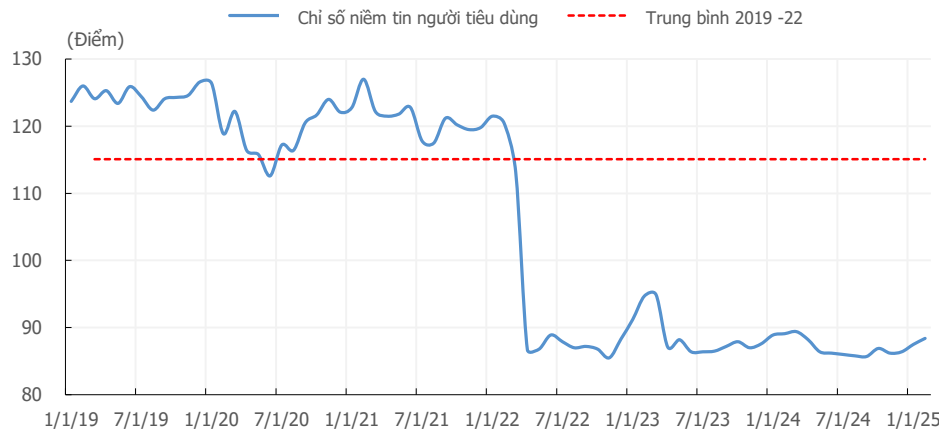


- Cá tra cũng đang đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ cá pollock của Mỹ**, do cá pollock Mỹ có thể được chuyển hướng phục vụ tiêu dùng nội địa trong bối cảnh các loài cá nhập khẩu khác chịu mức thuế cao hơn do mức thuế “đối ứng”, tạo lợi thế chi phí thấp cho cá minh thái Mỹ tại thị trường trong nước.
- Ngoài ra, sự cạnh tranh khốc liệt từ cá minh thái của Nga tại thị trường EU** cũng thúc đẩy các nhà xuất khẩu cá minh thái Mỹ chuyển trọng tâm trở lại thị trường nội địa, thay vì tiếp tục phụ thuộc vào xuất khẩu như trước đây. Dữ liệu cho thấy:
 - Tổng hạn ngạch đánh bắt (TAC) cá minh thái của Nga dự kiến sẽ tăng +7% n/n trong năm 2025F, cho thấy nguồn cung toàn cầu vẫn dồi dào.
 - Trong 3T25, xuất khẩu cá minh thái phi lê của Nga tăng vọt 85%, phần lớn được xuất sang thị trường EU (Theo Eurostat).
 - Đồng thời, xuất khẩu cá minh thái của Mỹ giảm quý thứ hai liên tiếp, giảm 16% n/n trong 1Q25. Với sản lượng khai thác lớn trong mùa A, chúng tôi cho rằng phần lớn sản lượng này đã được giữ lại để phục vụ tiêu dùng nội địa thay vì xuất khẩu (Hình 06).

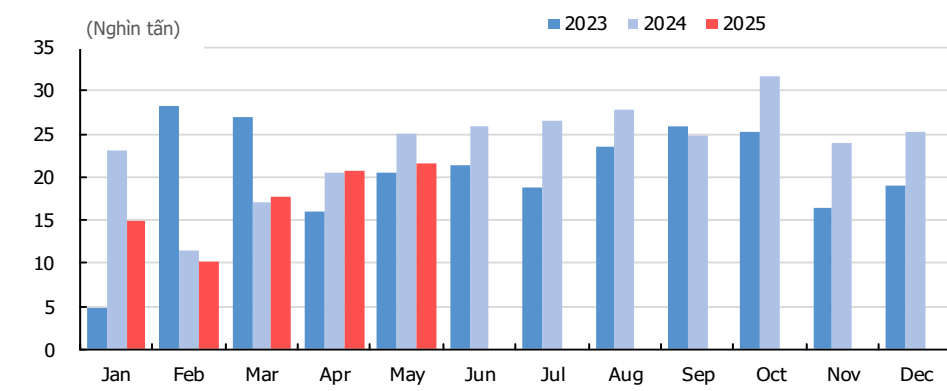
Thị trường Trung Quốc

Tiêu thụ đang phục hồi, nhưng đà phục hồi vẫn chậm, việc hấp thụ nguồn cung dồi dào trong ngắn hạn gặp nhiều khó khăn.

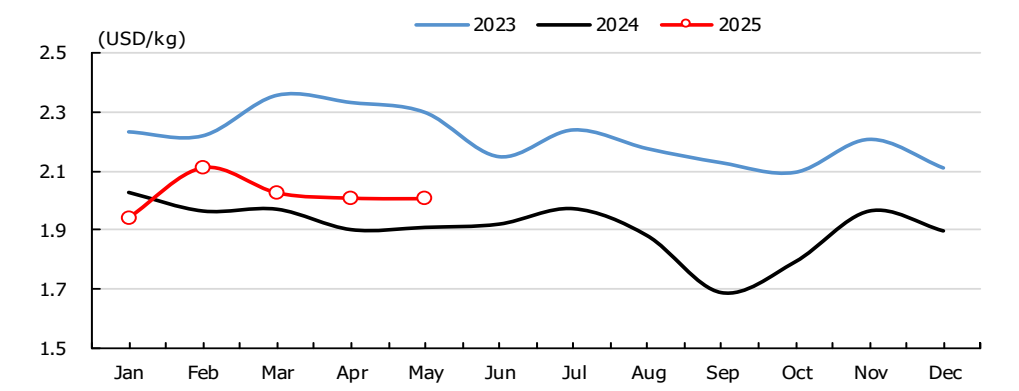
Hình 07 & 08. Về phía cầu, niềm tin tiêu dùng của người dân Trung Quốc đã dần chậm đậy. Theo đó, doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ ăn uống cũng ghi nhận mức tăng nhẹ (+5,6% n/n và 5,2% trong tháng 3 và tháng 4 năm 2025, so với khoảng +2% trong giai đoạn trước đó).



Hình 09 & 10... Tuy nhiên, xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc giảm mạnh do sự cạnh tranh gay gắt từ các loại cá trắng khác trên thị trường nội địa Trung Quốc. Do đó, chúng tôi dự báo xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc sẽ tiếp tục âm ảm trong 6 tháng cuối năm 2025, cả về sản lượng và giá bán trung bình. Các doanh nghiệp xuất khẩu chủ yếu dựa vào thị trường Trung Quốc có thể cân nhắc chuyển hướng sang các thị trường thay thế cho đến khi nhu cầu hoàn toàn hồi phục.



	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	60.02	57.98	68.28	60.58
yoy	(12.2)	(38.0)	15.7	21.7
2024	51.75	71.39	79.07	80.94
yoy	(13.8)	23.1	15.8	33.6
2025	42.97			
yoy	(17.0)			

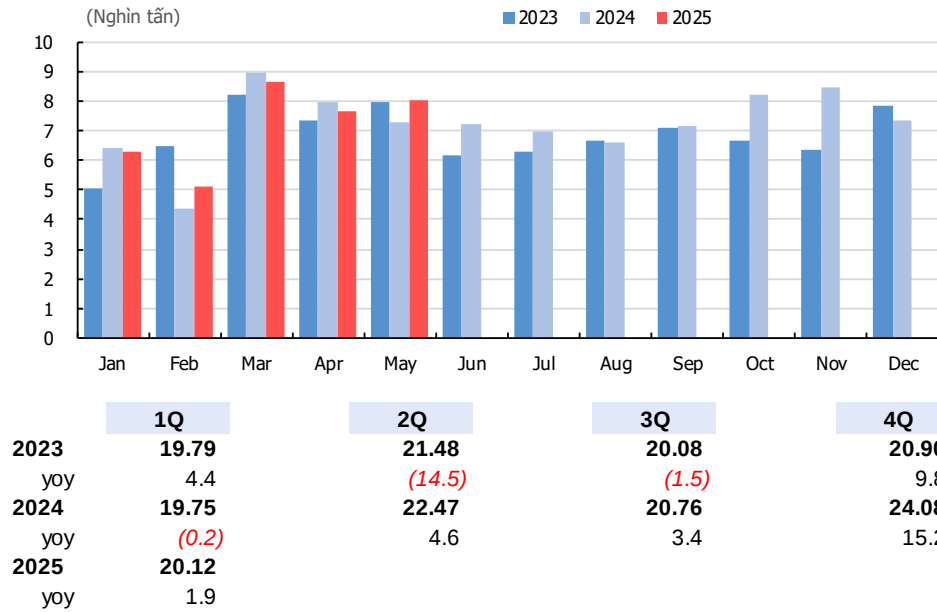


	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	2.28	2.25	2.18	2.13
yoy	(10.1)	(10.4)	(15.4)	(7.5)
2024	2.00	1.91	1.85	1.88
yoy	(12.5)	(15.1)	(14.9)	(12.0)
2025	2.02			
yoy	0.9			

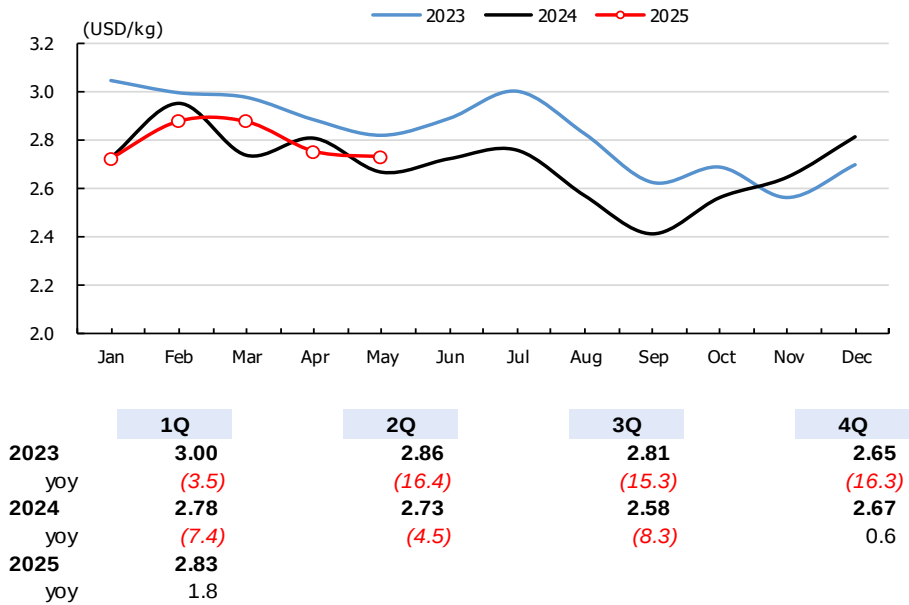
Thị trường Châu Âu

Xuất khẩu cá tra sang EU tăng nhẹ cả về giá bán và sản lượng xuất khẩu.

Hình 11. Sản lượng xuất khẩu sang EU trong 1Q25 tăng nhẹ 1,9% so với cùng kỳ năm trước.



Hình 12... Cùng với đó, giá bán xuất khẩu cũng tăng nhẹ 1,8% so với cùng kỳ năm trước.



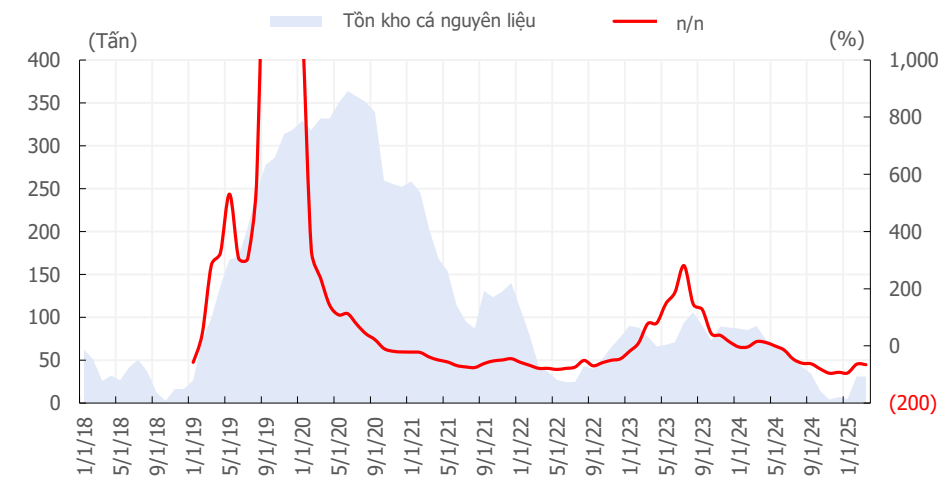
Nguồn: Agromonitor, KIS Research

- Quý 1/2025, xuất khẩu cá tra sang EU tiếp tục phục hồi nhẹ.** Tuy nhiên, vấn đề cạnh tranh gay gắt với cá minh thái vẫn còn khi mà hạn ngạch khai thác cá minh thái của Nga (TAC) dự kiến tăng khoảng 7% so với cùng kỳ trong năm 2025F.
- Ủy ban châu Âu đã áp đặt các biện pháp trừng phạt đối với cá pollock Nga từ năm 2024, nhưng tổng lượng cá pollock xuất khẩu từ Nga sang EU vẫn ở mức cao, gây sức ép cạnh tranh lớn trên thị trường cá trắng EU.** Trong 3 tháng đầu năm 2025, EU nhập khẩu lượng lớn cá pollock từ Trung Quốc và Nga.
- Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ tiếp tục phục hồi,** hỗ trợ sản lượng xuất khẩu cá tra sang thị trường EU tăng trưởng nhẹ trong nửa cuối năm 2025, tương tự xu hướng quý 1/2025. Ngược lại, nguồn cung cá trắng tại EU có khả năng vẫn trong tình trạng dư thừa, qua đó hạn chế sự hồi phục mạnh về giá bán bình quân.

Diễn biến biên lợi nhuận toàn ngành

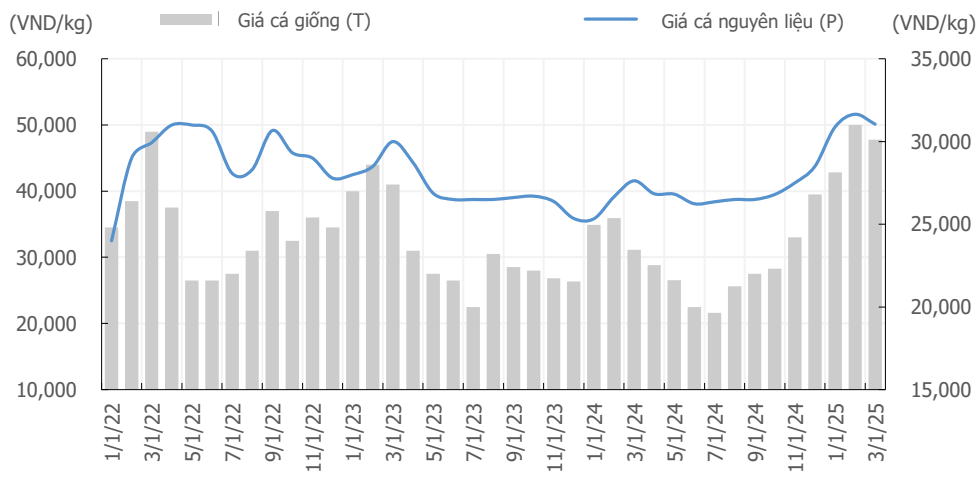
Tình trạng thiếu nguồn cung đẩy giá nguyên liệu cá tra và cá giống tăng cao, tiềm ẩn tác động tiêu cực mạnh đến biên lợi nhuận gộp của ngành.

Hình 13. Trong 1Q25, tồn kho cá tra nguyên liệu trong nước duy trì ở mức thấp



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

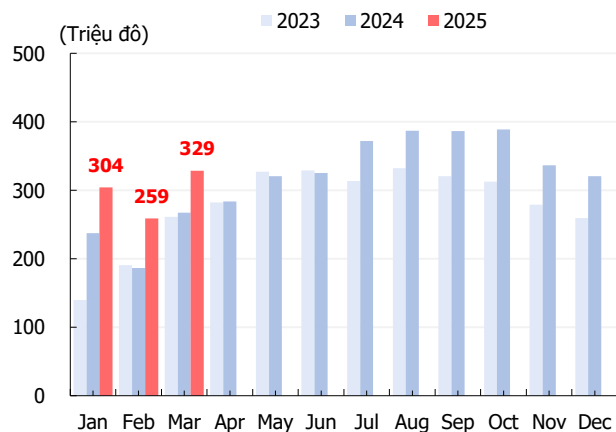
Hình 14. Do đó, giá cá tra nguyên liệu và giống cá con tiếp tục tăng cao



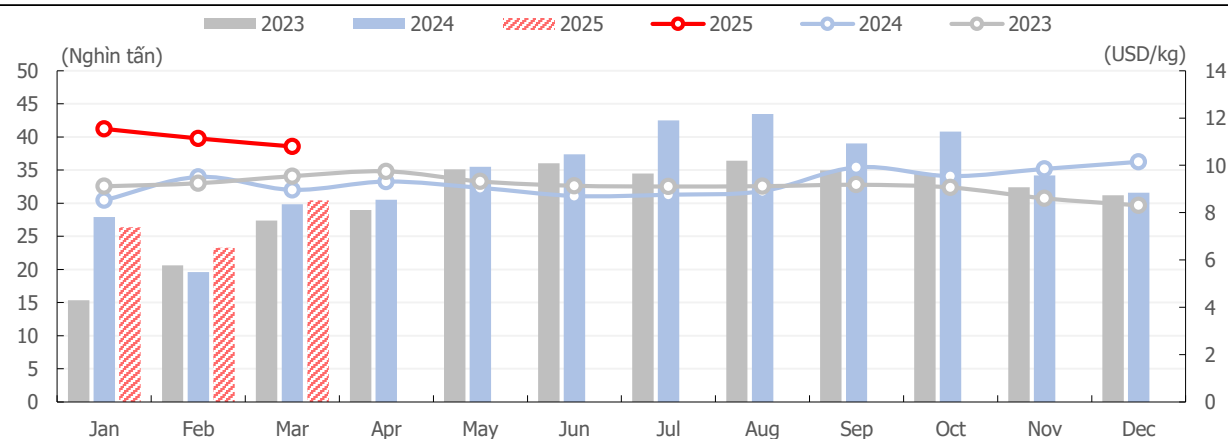
- Tồn kho cá tra nguyên liệu duy trì ở mức thấp do thiếu hụt nguồn cung**, chủ yếu xuất phát từ tỷ lệ sống thấp trong giai đoạn nuôi và sản lượng cá giống giảm mạnh. Theo VHC, hiện đang thiếu hụt nghiêm trọng cá tra cỡ khoảng 800 gram – kích cỡ ưa chuộng cho các sản phẩm fillet xuất khẩu sang thị trường Mỹ.
- Kết quả là, giá cá tra nguyên liệu và giá cá giống đều tăng mạnh trong 1Q25**. Hiện tại chưa có dấu hiệu hạ nhiệt rõ ràng, cho thấy giá đầu vào cao có thể tiếp tục duy trì ít nhất đến hết 3Q25F.
- Mặc dù một số doanh nghiệp có tỷ lệ tự chủ cao như VHC (khoảng 70%) có vị thế tốt hơn về mặt quản lý chi phí đầu vào, nhưng vẫn gặp khó khăn trong kiểm soát chi phí đầu vào – điều đã thể hiện trong 1Q25**. Đây vẫn là rủi ro chính có thể ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp ngành, đặc biệt trong bối cảnh giá bán cá tra xuất khẩu đang trong trạng thái ảm đạm.

Doanh thu xuất khẩu tôm 1Q2025 ghi nhận kết quả vượt trội nhờ sự phục hồi của sản lượng xuất khẩu và giá bán xuất khẩu tôm tại các thị trường trọng điểm.

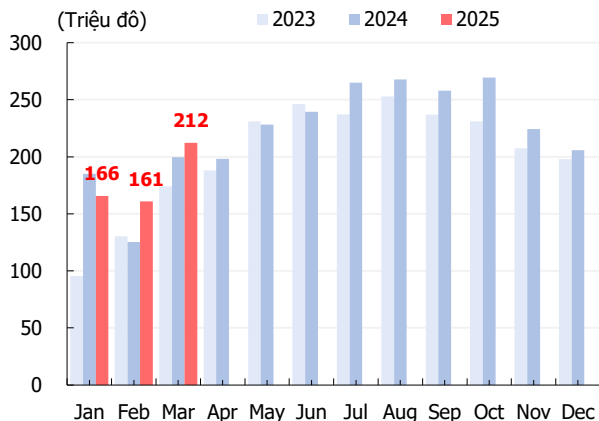
Hình 15. Doanh thu xuất khẩu tôm tổng cộng phục hồi mạnh mẽ trong 3 tháng đầu 2025



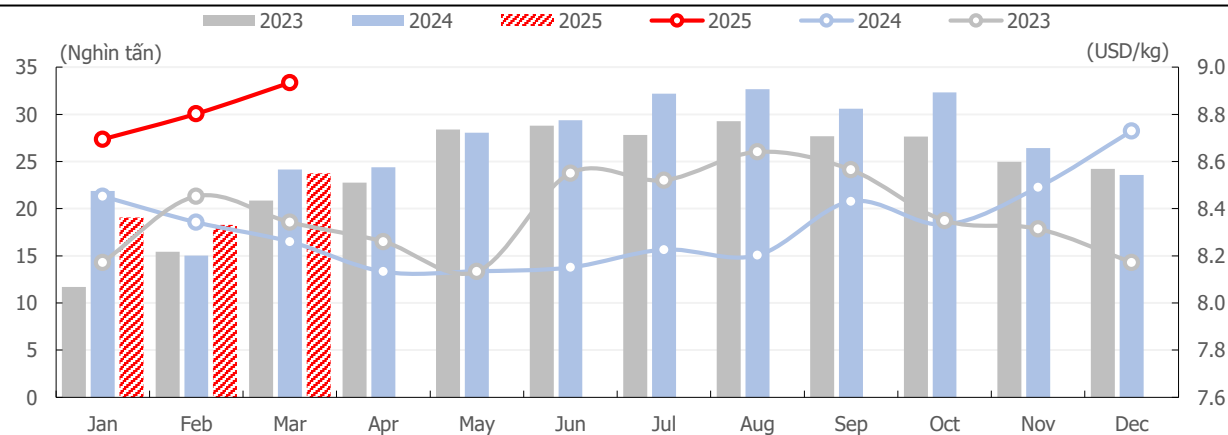
Hình 16... Chủ yếu được thúc đẩy bởi sự phục hồi của giá bán trung bình tôm.



Hình 17... Trong khi đó, tôm thẻ chân trắng (sản phẩm xuất khẩu chủ lực) cũng tăng trưởng trong 3T25



Hình 18... Và giá bán xuất khẩu của tôm thẻ chân trắng tiếp tục duy trì xu hướng phục hồi.

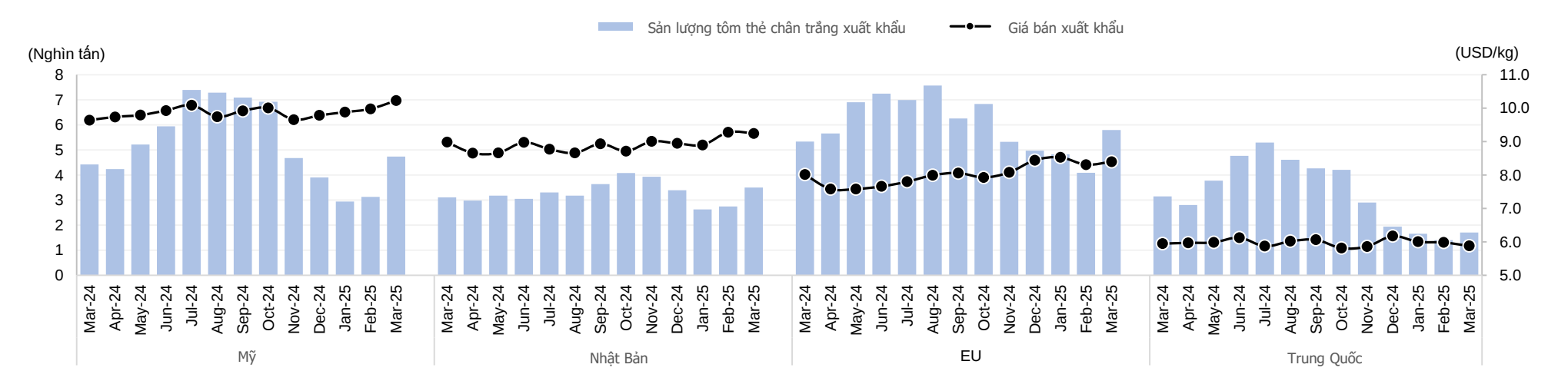


Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Tổng quan xuất khẩu tôm 1Q2025

Doanh thu xuất khẩu tôm 1Q2025 ghi nhận kết quả vượt trội nhờ sự phục hồi của sản lượng xuất khẩu và giá bán xuất khẩu tôm tại các thị trường trọng điểm.

Hình 19. Xuất khẩu tôm thẻ ghi nhận sự cải thiện tích cực tại các thị trường trọng điểm



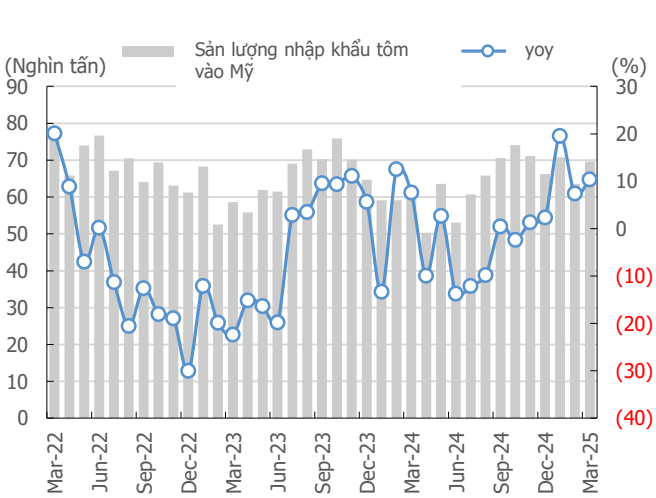
Bảng 03. Lũy kế xuất khẩu tôm thẻ chân trắng sang các thị trường trọng điểm trong 3T25

Kim ngạch XK tôm thẻ	TQ	Mỹ	Nhật	EU	Tổng
3M2024	46.6	101.3	72.4	108.1	509.7
3M2025	28.4	108.8	81.3	123.9	538.8
yoy	(39.0)	7.3	12.4	14.6	5.7
Sản lượng xuất khẩu	TQ	Mỹ	Nhật	EU	Tổng
3M2024	7.7	10.4	8.0	13.3	61.0
3M2025	4.8	10.8	8.9	14.7	61.1
yoy	(38.1)	3.6	10.7	10.5	0.1
Giá bán bình quân	TQ	Mỹ	Nhật	EU	Tổng
3M2024	6.04	9.72	9.02	8.12	8.35
3M2025	5.96	10.06	9.15	8.42	8.82
yoy	(1.5)	3.5	1.5	3.7	5.6

Nguồn: Agromonitor, KIS Research

- **Thị trường Hoa Kỳ:** Xuất khẩu tôm sang Hoa Kỳ ghi nhận mức tăng nhẹ, dự kiến sẽ tăng mạnh trong 2Q25F nhờ hoạt động gom hàng trước thời điểm áp thuế bị hoãn 90 ngày.
- **Thị trường EU và Nhật Bản:** tăng lần lượt 14.6% n/n và 12.4% n/n trong 1Q2025.
 - Nhu cầu phục hồi rõ nét;
 - Sản phẩm tôm Việt Nam duy trì năng lực cạnh tranh cao trong các phân khúc giá trị gia tăng, đồng thời vẫn có khả năng cạnh tranh với tôm giá rẻ từ Ecuador và Ấn Độ.
 - Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục trong 2H25F, qua đó giúp bù đắp các rủi ro tiềm ẩn tại thị trường Hoa Kỳ.

Hình 20. Nhu cầu đối với tôm dần phục hồi trên thị trường Hoa Kỳ



Nguồn: NOAA, KIS Research

Bảng 04. Tôm chế biến của Việt Nam ghi nhận điểm sáng nổi bật

Tôm chế biến	Sản lượng xuất khẩu (kg)			Giá bán tôm xuất khẩu (USD/kg)			Thị phần (%)		
	4T24	4T25	n/n	4T24	4T25	n/n	4T24	4T25	n/n
INDIA	13,579,602	20,971,278	54.4	9.08	9.17	1.0	27.7	34.4	6.6
INDONESIA	16,240,617	18,145,600	11.7	7.54	8.08	7.2	33.2	29.7	(3.4)
VIETNAM	9,470,514	10,711,898	13.1	9.31	9.81	5.3	19.4	17.6	(1.8)
THAILAND	4,177,196	5,203,296	24.6	9.91	10.53	6.3	8.5	8.5	(0.0)
ECUADOR	3,179,894	3,013,304	(5.2)	8.65	8.86	2.5	6.5	4.9	(1.6)
CHINA	991,677	972,200	(2.0)	6.08	6.20	2.0	2.0	1.6	(0.4)
Tổng	48,940,607	61,021,447	24.7	8.57	9.01	5.2			
Tôm đông lạnh	4T24	4T25	n/n	4T24	4T25	n/n	4T24	4T25	n/n
INDIA	74,106,331	85,359,024	15.2	7.01	7.73	10.3	40.7	40.4	(0.3)
ECUADOR	62,876,232	72,165,811	14.8	6.65	7.26	9.3	34.5	34.2	(0.3)
INDONESIA	24,627,354	30,079,643	22.1	7.38	8.24	11.6	13.5	14.2	0.7
MEXICO	5,432,710	6,381,077	17.5	12.09	11.56	(4.4)	3.0	3.0	0.0
ARGENTINA	4,442,794	5,961,335	34.2	12.58	12.97	3.1	2.4	2.8	0.4
VIETNAM	5,709,749	5,359,177	(6.1)	10.71	11.57	8.0	3.1	2.5	(0.6)
Tổng	182,205,910	211,263,075	15.9	7.43	8.10	9.1			

- **Tổng sản lượng tôm nhập khẩu vào Hoa Kỳ tăng 12,4% n/n trong 1Q2025**, trong khi giá bán trung bình (ASPs) của cả tôm chế biến và tôm đông lạnh đều tiếp tục xu hướng phục hồi. Điều này cho thấy nhu cầu đối với các sản phẩm tôm đang dần cải thiện.
- **Theo dữ liệu từ NOAA, tôm chế biến của Việt Nam ghi nhận điểm sáng nổi bật với sản lượng xuất khẩu tăng 16,1% n/n và giá bán trung bình tăng 5% n/n**, nhờ lợi thế cạnh tranh ngày càng được củng cố trong phân khúc tôm chế biến sâu.
- **... Tuy nhiên, các rủi ro liên quan đến thuế (bao gồm thuế đối ứng và thuế chống bán phá giá)** vẫn đang đe dọa lên triển vọng xuất khẩu tôm sang thị trường Hoa Kỳ kể từ 2H25F. Đặc biệt, lo ngại ngày càng gia tăng liên quan đến mức thuế chống bán phá giá theo kỳ xem xét hành chính lần thứ 19 (POR19).

Nhu cầu đang phục hồi, nhưng tôm Việt Nam vẫn đối mặt với rủi ro bị áp thuế chống bán phá giá cao

1. Sản phẩm mục tiêu: Tôm nước ấm đông lạnh
2. Tỷ trọng tôm Việt Nam xuất khẩu sang Hoa Kỳ năm 2024: 17,1%
3. Tỷ trọng tôm của FMC xuất khẩu sang Hoa Kỳ năm 2024: 33%.
4. Tác động:
 - Ngắn hạn:** Đối với các doanh nghiệp đã tạm nộp một phần thuế chống bán phá giá theo kỳ rà soát hành chính lần thứ 19 (POR19) trong năm 2023, khoản thuế này sẽ không được hoàn trả. Ngoài ra, doanh nghiệp có thể phải nộp thêm phần chênh lệch theo mức thuế hiện tại nếu muốn tiếp tục xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ.
 - Dài hạn:** Sự thiếu ổn định và khó dự đoán của thuế chống bán phá giá làm gia tăng rủi ro, khiến một số nhà xuất khẩu cân nhắc thu hẹp dần hoặc rút lui khỏi thị trường Hoa Kỳ.

Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) đã công bố kết quả sơ bộ của kỳ rà soát thuế chống bán phá giá (POR19) đối với tôm Việt Nam, với mức thuế tạm thời là 35,29%. Mức thuế này gây tác động đặc biệt nghiêm trọng đối với các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu lớn sang thị trường Hoa Kỳ.

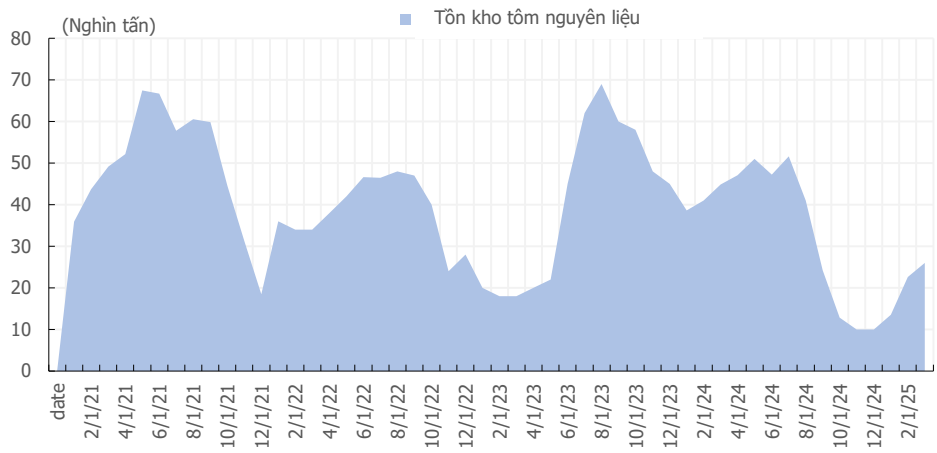
Chi tiết	
Kỳ xem xét (POR19)	1/1/2023 - 31/1/2024
Ngày công bố kết quả sơ bộ	7/6/2025
Công ty hưởng thuế 0%	Thông Thuận
Công ty bị áp thuế 35.29%	STAPIMEX và 22 công ty khác được hưởng mức thuế riêng biệt (bao gồm cả FMC)
Phản ứng	VASEP nghi ngờ có sai sót trong cách tính toán và đang chuẩn bị tài liệu bổ sung để phản biện kết luận sơ bộ của DOC
Kết quả cuối cùng dự kiến	Dự kiến công bố vào tháng 12 năm 2025 – mức thuế có thể thay đổi đáng kể so với kết quả sơ bộ

Lộ trình	Mô tả	Mốc thời gian / Ngày chính
1. Yêu cầu rà soát hành chính	Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) bắt đầu quy trình rà soát hàng năm.	Tháng 2/2024 (ngay sau giai đoạn POR19: 01/02/2023 – 31/01/2024)
2. DOC khởi xướng rà soát	DOC ra thông báo khởi xướng rà soát POR19 và công bố danh sách các công ty thuộc diện rà soát.	Thường vào tháng 4 – 5
3. Gửi bảng câu hỏi	DOC gửi bảng câu hỏi chi tiết đến các công ty bắt buộc, yêu cầu thông tin về sản lượng, doanh số và chi phí.	Ngay sau khi khởi xướng
4. Nộp câu trả lời	Các nhà xuất khẩu Việt Nam nộp câu trả lời chi tiết về sản lượng, doanh số, kế toán và chi phí.	Trong vòng 30–37 ngày kể từ ngày nhận được bảng câu hỏi
5. Phân tích sơ bộ và tính toán biên độ	DOC phân tích dữ liệu đã nộp và tính toán biên độ phá giá sơ bộ, sử dụng các giá trị thay thế nếu cần thiết.	Trong vòng 180 ngày kể từ khi khởi xướng
6. Công bố kết quả sơ bộ	DOC công bố mức thuế chống bán phá giá sơ bộ đối với từng doanh nghiệp.	7/6/2025
7. Nộp bản tranh luận và phản hồi	Các bên liên quan có thể nộp bản tranh luận, bản phản hồi và tham gia phiên điều trần công khai.	Trong vài tuần sau khi công bố kết quả sơ bộ
8. Công bố kết quả cuối cùng	DOC công bố quyết định cuối cùng và mức thuế chống bán phá giá chính thức.	Thường sau 120 ngày kể từ ngày công bố kết quả sơ bộ (dự kiến tháng 12/2025)
9. Thực thi và hoàn thuế (nếu có)	Hải quan và Biên phòng Hoa Kỳ (CBP) thực hiện thu thuế cuối cùng hoặc hoàn thuế nếu có nộp thừa.	Sau khi công bố kết quả cuối cùng

Diễn biến biên lợi nhuận toàn ngành

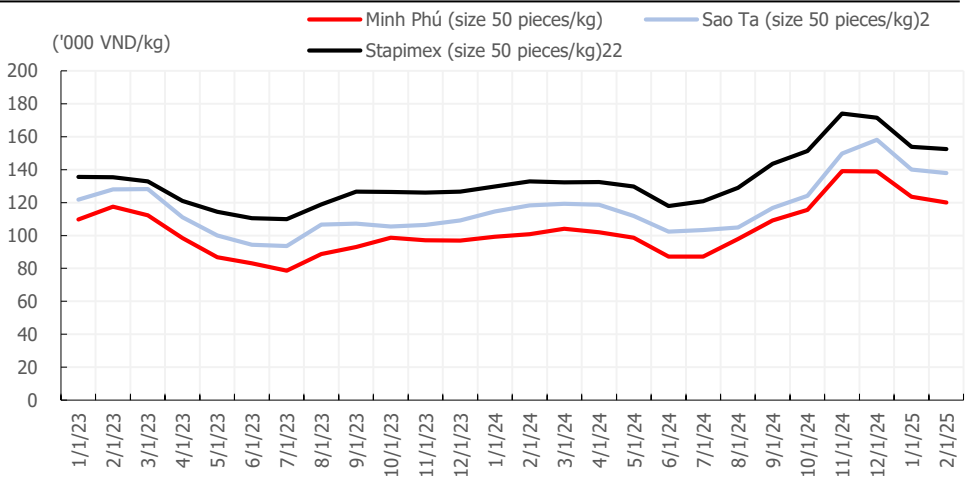
Tình trạng thiếu hụt tôm nguyên liệu tiếp diễn, gây áp lực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xuất khẩu.

Hình 21. Tồn kho tôm nguyên liệu tăng nhẹ trong 1Q2025 nhưng vẫn duy trì ở mức thấp



Nguồn: Agromonitor, KIS Research

Hình 22. Do đó, giá tôm nguyên liệu trong nước vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt



- **Sản lượng xuất khẩu và giá bán bình quân của sản phẩm tôm ghi nhận tín hiệu tích cực và được kỳ vọng sẽ duy trì ổn định trong 2H25F** nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ các thị trường EU và Nhật Bản.
- **Tuy nhiên, yếu tố rủi ro lớn nhất hiện nay đến từ đà tăng giá tôm nguyên liệu, nguyên nhân chủ yếu là do tồn kho tôm nguyên liệu đang ở mức thấp.** Theo Agromonitor, do đặc thù khó kiểm soát của các loại bệnh trên tôm, nhiều hộ nuôi vẫn thận trọng trong việc tái thả giống quy mô lớn. Hệ quả là nguồn cung tôm nguyên liệu đã sụt giảm đáng kể. Giá tôm nguyên liệu vì vậy tiếp tục leo thang, thậm chí nhiều nhà máy chế biến buộc phải nâng giá thu mua để đảm bảo đủ nguyên liệu đầu vào phục vụ đơn hàng xuất khẩu.
- **Do đó, chúng tôi cho rằng biên LN gộp của các doanh nghiệp xuất khẩu tôm khó có khả năng phục hồi mạnh trong ngắn hạn.** Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có diện tích nuôi tự chủ lớn (bao gồm FMC) có thể phần nào giảm áp lực chi phí đầu vào nhờ lượng thả nuôi tốt hơn trong mùa vụ thuận lợi, qua đó gia tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu trong 2Q25F và 3Q25F



2H25F – Ngành Thủy sản: Trở nên thận trọng trước rủi ro thuế quan “đối ứng”

II. Phân tích Doanh nghiệp

1. VHC

2. ANV

3. IDI

4. FMC

1. VHC – NĂM GIỮ

Thị trường Hoa Kỳ kìm hãm đà tăng trưởng

Back

Luận điểm đầu tư

2H25F – Giai đoạn thách thức vẫn tiếp diễn

- Trước những trở ngại tại thị trường Hoa Kỳ và đà phục hồi chậm tại Trung Quốc và EU, chúng tôi dự báo xuất khẩu cá tra của VHC trong 2H25F có thể suy giảm về sản lượng, với mức giảm ở khoảng tăng trưởng âm hai chữ số. Trong khi đó, giá bán trung bình cá tra dự kiến đi ngang so với 1H25 nhưng giảm nhẹ so với cùng kỳ.
- Chi phí đầu vào được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt trong 2H25F nhờ tồn kho cá tra nguyên liệu trong nước phục hồi nhẹ. Đồng thời, giá thức ăn thủy sản cũng có xu hướng thấp do giá nguyên liệu nông sản ổn định. Nhờ đó, biên LN gộp của VHC dự kiến sẽ nhích nhẹ trong 2H25F so với 1H25, qua đó giúp biên lợi nhuận gộp cả năm 2025F đạt khoảng 13,8% (giảm 1,3 đpt n/n).
- Đối với sản phẩm Collagen & Gelatin (C&G), chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu trong 2H25F giảm 15% n/n do thiếu hụt nguyên liệu, dẫn đến công suất hoạt động ở mức thấp.

2025F – Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, VHC dự kiến ghi nhận doanh thu và LNST-CTM lần lượt đạt 12,020 tỷ (-3.8% n/n) và 1,035 tỷ (-15.5% n/n).

Các rủi ro cần cân nhắc

Yếu tố tiềm năng tăng trưởng:

- Việt Nam đạt được một thỏa thuận “thuế đối ứng” thuận lợi với Hoa Kỳ, qua đó duy trì được lợi thế cạnh tranh về giá so với cá rô phi Trung Quốc và cá pollock nội địa của Hoa Kỳ.
- Xuất khẩu cá pollock của Hoa Kỳ phục hồi mạnh, từ đó giúp giảm bớt tình trạng dư cung cá thịt trắng tại thị trường Hoa Kỳ.

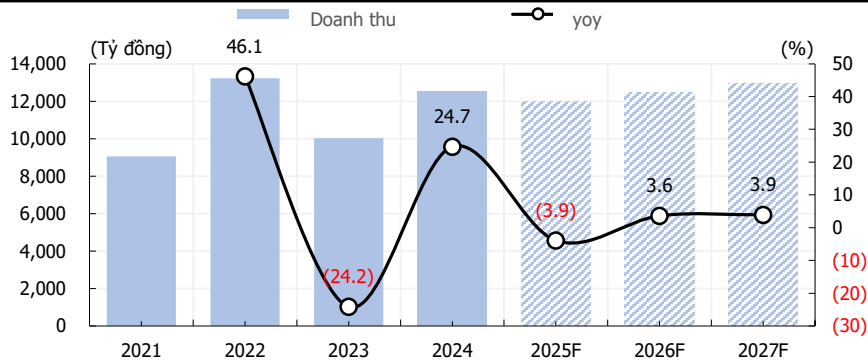
Bảng 01: Dự báo của KIS về VHC, giai đoạn 2025F–2027F

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	2,648	3,352	2,928	3,092	12,035	12,455	12,942
Cá tra phi-lê và sản phẩm liên quan	1,852	2,403	2,073	2,171	8,486	8,305	8,631
Sa Giang	167	213	189	208	778	767	758
Collagen & Gelatin	163	210	166	146	686	1,334	1,445
Phụ phẩm	445	471	470	530	1,917	1,876	1,929
Thực phẩm Thanh Ngọc	47	54	29	36	166	174	179
Tăng trưởng	(7.3)	4.9	(10.7)	(3.6)	(3.8)	3.6	3.9
Cá tra phi-lê và sản phẩm liên quan	(5)	3	(13.3)	(6.5)	(5.8)	(2.0)	3.9
Sa Giang	3	13	11.5	10.9	9.8	(1.5)	(1.1)
Collagen & Gelatin	(32)	(4)	(4.4)	3.0	(11.1)	94.6	8.3
Phụ phẩm	(1)	5	5.0	5.0	3.6	(2.2)	2.8
Thực phẩm Thanh Ngọc	4	(13.7)	(31)	(25.7)	(16.2)	4.5	3.0
Lợi nhuận gộp	337	408	389	530	1,675	1,875	1,941
% n/n					(11.6)	12.5	3.5
% biên lợi nhuận gộp	12.7	12.2	13.4	17.3	13.9	15.1	15.0
Lợi nhuận hoạt động	214	255	259	393	1,121	1,312	1,358
% n/n	59.7	(21.6)	(38.0)	7.9	(9.7)	17.1	3.5
% biên lợi nhuận hoạt động	8.1	7.6	8.8	12.7	9.3	10.5	10.5
LNST-CTM	193	242	243	358	1,035	1,282	1,345
% n/n	13.8	(24.0)	(24.3)	(14.3)	(15.5)	23.7	5.0
% biên lợi nhuận ròng	7.3	7.2	8.3	11.6	9.1	10.9	11.0
% ROE					11.6	13.3	12.8
Multiple ratio							
PE					12.4	10.0	9.5
PB					1.4	1.3	1.2
DY					3.5	3.5	3.5

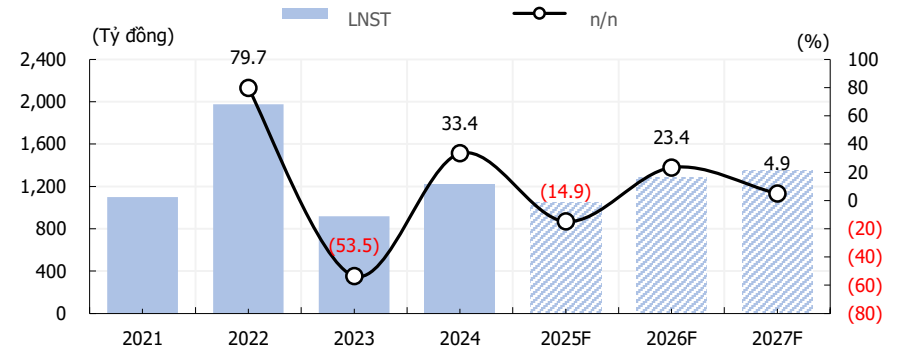
1. VHC – NẮM GIỮ

Thị trường Hoa Kỳ kìm hãm đà tăng trưởng

Hình 1. Doanh thu giảm nhẹ 3,9% n/n trong 2025F do ảnh hưởng từ sự bất ổn trong chính sách thương mại



Hình 2. LNST-CTM dự kiến giảm 14,9% n/n



Bảng 2. Sản lượng xuất khẩu cá tra được dự báo giảm 10% n/n do nhu cầu tại thị trường Hoa Kỳ và Trung Quốc yếu hơn kỳ vọng, trong khi giá bán trung bình (ASPs) nhiều khả năng sẽ đi ngang so với cùng kỳ.

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total pangasius revenue	5,995	8,304	5,537	6,949	6,563	6,436	6,709
Export volume	87,476,470	86,603,596	74,673,161	99,716,756	89,579,554	87,642,963	90,126,738
Pangasius ASPs	3.07	4.21	3.22	2.83	2.83	2.84	2.88
% YoY							
Total pangasius revenue		38.5	(33.3)	25.5	(5.6)	(1.9)	4.2
Export volume		(1.0)	(13.8)	33.5	(10.2)	(2.2)	2.8
Pangasius ASPs		37.2	(23.6)	(12.0)	(0.0)	0.3	1.4
By market							
Export volume	87,476,470	86,603,596	74,673,161	99,716,756	89,579,554	87,642,963	90,126,738
++ US (F)	51,810,372	55,389,127	38,230,662	52,116,574	48,096,726	41,935,665	42,536,857
++ EU (F)	10,993,728	10,313,837	11,637,125	14,644,589	15,272,076	12,529,411	12,584,450
++ China (F)	10,569,907	6,571,881	10,554,530	15,454,725	7,885,583	15,477,212	17,127,750
++ ROW (F)	14,102,462	14,328,751	14,250,844	17,500,868	18,325,168	17,700,675	17,877,682
Pangasius ASPs	3.07	4.21	3.22	2.83	2.83	2.84	2.88
++ US (F)	3.16	4.48	3.41	2.97	2.89	2.94	3.00
++ EU (F)	3.66	4.60	3.76	3.48	3.32	3.39	3.39
++ China (F)	3.05	3.33	2.69	2.17	2.13	2.34	2.39
++ ROW (F)	2.29	3.05	2.66	2.47	2.58	2.63	2.68

2. FMC – NẮM GIỮ

Lợi nhuận ròng chịu áp lực từ chi phí đầu vào cao và sự bất định liên quan đến thuế chống bán phá giá

[Back](#)

Luận điểm đầu tư

2H25F – Tăng trưởng vừa phải trong nửa cuối năm sau giai đoạn gom hàng mạnh trong 1H25

- Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ trong 2H25F sẽ giảm khoảng 5–7% n/n, chủ yếu do xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ quay trở lại trạng thái bình thường;
- Giá bán xuất khẩu của tôm dự kiến sẽ đi ngang trong 2H25F nhờ cung – cầu toàn cầu duy trì ổn định. Nguồn cung tôm toàn cầu được dự báo tăng nhẹ khoảng +2%, trong khi nhu cầu mới ở giai đoạn đầu phục hồi và vẫn đối mặt với rủi ro từ việc gia tăng các loại thuế, có thể ảnh hưởng đến sức tiêu thụ.
- Chi phí đầu vào (giá tôm nguyên liệu): Giá tôm nguyên liệu **cao** tiếp tục là thách thức đối với FMC; do đó, chúng tôi dự báo biên LN gộp năm 2025F của FMC đạt 8.7% (giảm 2.2 đpt n/n).
- Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo FMC sẽ phải hoàn nhập khoản dự phòng thuế chống bán phá giá theo POR19 với giá trị khoảng 42 tỷ đồng, do quá trình đàm phán với Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) ngày càng trở nên khó đoán định.

2025F – Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST-CTM của FMC lần lượt đạt 7,580 tỷ (-9.6% n/n) và 252 tỷ (-17.7% n/n).

Các rủi ro cần cân nhắc

- Rủi ro liên quan đến chi phí nguyên liệu tôm nguyên liệu thuê ngoài tăng cao và tỷ lệ nuôi tôm thành công ở mức thấp.

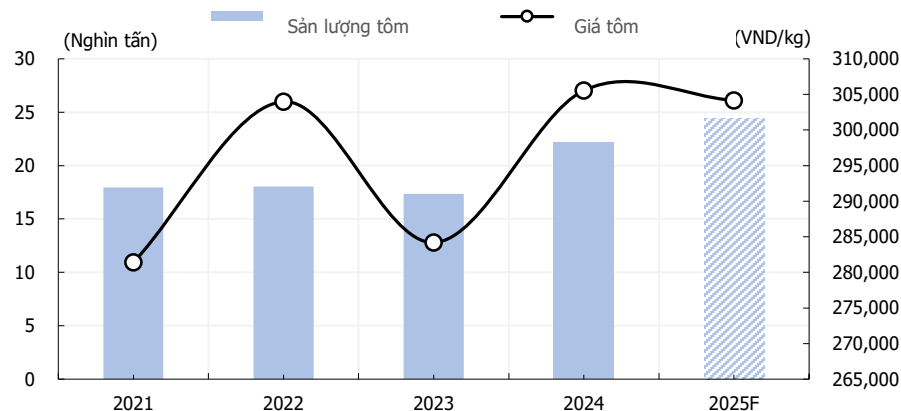
Bảng 01: Dự báo của KIS về FMC, giai đoạn 2025F–2027F

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	1,990	1,582	2,707	1,300	7,580	8,354	8,953
Sản phẩm tôm	1,962	1,547	2,661	1,267	7,438	8,199	9,409
Nông sản	28	34	46	33	141	155	155
Tăng trưởng	36.3	27.3	(4.8)	(4.7)	9.6	10.2	7.2
Sản phẩm tôm	37.6	27.8	(5.0)	(5.0)	9.8	10.2	7.3
Nông sản	(19.7)	7.8	(5.4)	(8.5)	0.6	9.4	-
Lợi nhuận gộp	127	160	198	172	658	711	740
% n/n					(12.5)	8.0	4.1
% biên lợi nhuận gộp					8.7	8.5	8.3
Lợi nhuận hoạt động	35	54	121	106	317	383	377
% n/n	(38.2)	(35.2)	33.6	(44.1)	(24.8)	20.7	(1.7)
% biên lợi nhuận hoạt động	1.8	3.4	4.5	8.2	4.6	5.0	4.6
LNST-CTM	30	43	95	84	251	301	296
% n/n	(40.4)	(35.1)	19.7	(24.0)	(17.8)	19.9	(1.7)
% biên lợi nhuận ròng	1.5	2.7	3.5	6.4	4.2	4.6	4.2
% ROE					11.3	12.7	11.7
Multiple ratio							
PE					7.5	6.2	6.3
PB					1.0	1.0	0.9
DY					5.5	5.5	5.5

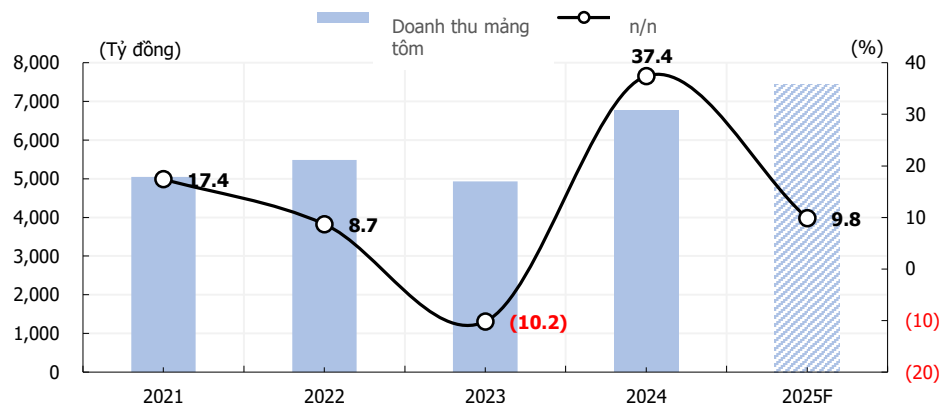
2. FMC – NAM GIUP

Lợi nhuận ròng chịu áp lực từ chi phí đầu vào cao và sự bất định liên quan đến thuế chống bán phá giá

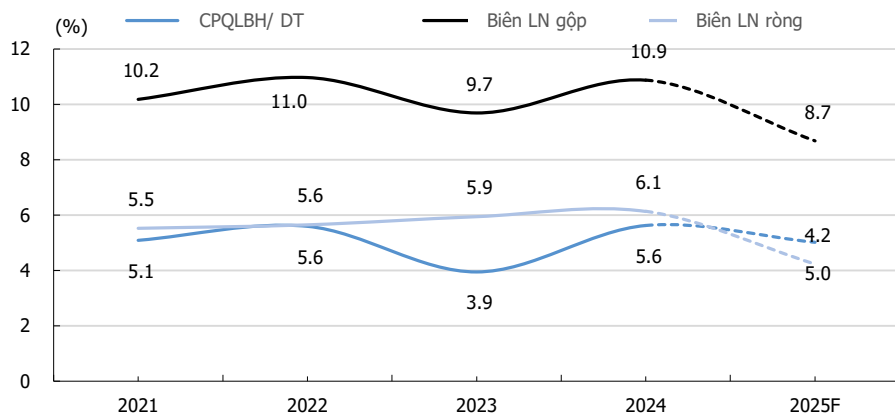
Hình 01: Sản lượng tôm tăng mạnh trong 1H25F, sau đó đảo chiều trong 2H25F do ảnh hưởng từ sự bất ổn trong chính sách thương mại



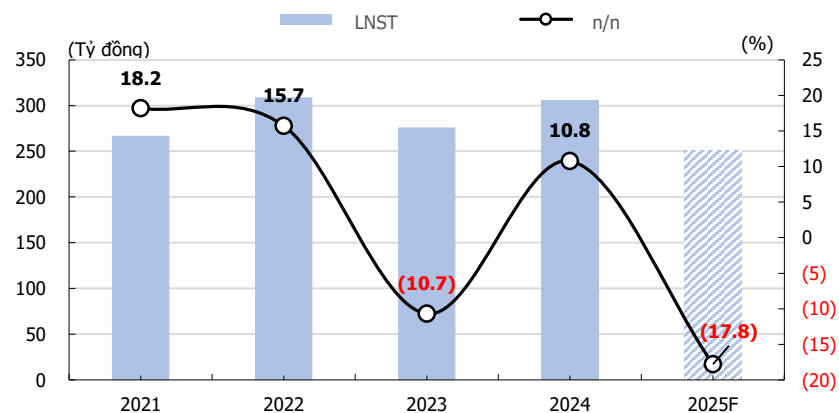
Hình 02: Doanh thu dự kiến tăng 9.8% n/n trong năm 2025F



Hình 03: Biên LN gộp dự kiến giảm do chi phí tôm nguyên liệu ở mức cao



Hình 04: ... Đồng thời, chúng tôi cho rằng FMC khó có thể hoàn nhập khoản dự phòng thuế chống bán phá giá theo kỳ rà soát POR19 (42 tỷ đồng)



Source: KIS Research

3. ANV – NĂM GIỮ

Lợi nhuận phục hồi trong năm 2025F

Back

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi dự báo tổng doanh thu năm 2025F của ANV sẽ giảm 7,51% n/n;
- *Sản lượng xuất khẩu:* Dự kiến giảm mạnh 20.4% n/n. Cụ thể, sản lượng xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc được dự báo giảm tới 80% n/n do cạnh tranh gay gắt, buộc ANV phải chuyển hướng sang các thị trường khác. ANV hiện tập trung vào khu vực Mỹ Latinh (bao gồm Mexico, Brazil và Colombia), với mức tăng trưởng ước đạt 30% n/n theo ước tính của chúng tôi;
 - *Giá bán trung bình:* Dự kiến đạt USD2.29/kg (+18.8% n/n), chủ yếu được hỗ trợ bởi đà phục hồi tại các thị trường Mỹ Latinh, ASEAN và EU.
 - Về biên LN gộp, GM trong 1Q25 của ANV đạt mức cao nhờ chiến lược hiệu quả trong việc xử lý hàng tồn kho giá cao. Bên cạnh đó, chúng tôi ghi nhận việc gia tăng tỷ trọng xuất khẩu cũng góp phần cải thiện GM nhờ giá bán trung bình cao hơn. Biên LN gộp của ANV dự kiến đạt 17.5% (+6.1 đpt n/n).
 - LNST năm 2025 được dự báo đạt 340 tỷ đồng, phục hồi mạnh từ mức nền thấp trong năm 2024 (chỉ 48 tỷ).

Các rủi ro cần cân nhắc

- Rủi ro đến từ chi phí nguyên liệu tôm thuê ngoài tăng cao và tỷ lệ nuôi tôm thành công ở mức thấp, làm gia tăng chi phí và ảnh hưởng đến khả năng cung ứng nguyên liệu.

Bảng 01 : Dự báo của KIS về ANV, giai đoạn 2025F–2027F

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	1,106	1,068	1,137	1,090	4,402	5,725	5,993
Cá tra phi lê và sản phẩm liên quan	1,071	1,034	1,106	1,059	4,270	5,596	5,864
Xây dựng và khác	5	4	5	6	20	17	17
Năng lượng mặt trời	30	30	27	25	112	112	112
Growth	8.9	(10.5)	(15.2)	(19.9)	(10.4)	30.1	4.7
Cá tra phi lê và sản phẩm liên quan	8.8	(10.8)	(15.5)	(20.3)	31.1	31.1	4.3
Xây dựng và khác	9.4	-	-	-	(13.2)	-	-
Năng lượng mặt trời	10.6	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận gộp	224	186	190	180	774	1,081	1,090
% n/n	1.2x	25.9	10.7	30.3	38.2	39.6	0.8
% biên lợi nhuận gộp	20.2	17.4	16.8	16.6	17.6	18.9	18.2
Lợi nhuận hoạt động	142	97	96	89	466	681	673
% n/n	3.9x	1.7x	1.2x	5.8x	1.4x	46.0	(1.2)
% biên lợi nhuận hoạt động	12.9	9.1	8.5	8.2	10.6	11.9	11.2
LNST-CTM	132.0	71.3	71.8	65.1	338	444	424
% n/n	6.8x	Phục hồi từ mức lỗ	1.6x	10.1x	6.0x	31.2	(4.3)
% biên lợi nhuận ròng	11.9	6.7	6.4	6.0	7.7	7.7	7.1
% ROE					11.4	13.2	11.2
Multiple ratio							
PE					13.5	10.3	10.7
PB					1.5	1.3	1.1
DY					3.0	3.0	3.0

4. IDI – NẮM GIỮ

Trên đà phục hồi

Back

Luận điểm đầu tư

Năm 2025F – Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST-CTM của IDI đạt lần lượt 6,745 tỷ (-5.6% n/n) và 93.9 tỷ (+55.4% n/n):

- **Măng cá tra:** Doanh thu xuất khẩu được dự báo giảm nhẹ 8.6% n/n, chủ yếu do sản lượng xuất khẩu giảm 11.7%, trong khi giá bán cá tra dự kiến đi ngang so với cùng kỳ, ở mức USD2.16/kg. Doanh thu thị trường nội địa dự kiến ổn định ở mức 534 tỷ (giảm 2% n/n).
- **Măng bột cá và dầu cá:** Doanh thu từ hai sản phẩm này ghi nhận kết quả kém kỳ vọng trong 1Q25 (giảm 18% n/n) do xuất khẩu sang Trung Quốc gặp khó khăn; vì vậy, chúng tôi dự báo doanh thu bột cá và dầu cá trong năm 2025F có thể giảm 12~15% n/n.
- **Măng thức ăn thủy sản:** Nhu cầu nội địa đối với thức ăn thủy sản đang có dấu hiệu cải thiện, hỗ trợ tăng trưởng cho mảng này. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thức ăn thủy sản đạt 1,565 tỷ trong năm 2025F, tăng 10% n/n.
- **Biên LN gộp:** Dự báo giảm nhẹ xuống còn 6.7% (giảm 1.1 đpt n/n) do giá nguyên liệu cá tra đầu vào tăng trong năm 2025F.

Các rủi ro cần cân nhắc

- Chúng tôi tiếp tục lo ngại về rủi ro từ các khoản đầu tư đa dạng hóa kém hiệu quả và Dư nợ phải thu lớn từ công ty mẹ cũng là yếu tố tiềm ẩn rủi ro tài chính đối với doanh nghiệp.

Bảng 01: Dự báo của KIS về IDI, giai đoạn 2025F–2027F

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	1,495	1,879	1,783	1,588	6,745	6,982	7,221
Cá tra phi-lê	597	654	650	672	2,574	2,681	2,783
Bột cá, dầu cá	571	676	722	580	2,550	2,677	2,811
Thức ăn chăn nuôi	314	532	398	322	1,565	1,565	1,565
Dịch vụ	12	18	13	13	56	58	61
Bất động sản	-	-	-	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-	-	-	-
Tăng trưởng	(8.3)	(3.1)	(5.4)	(5.9)	(5.6)	3.5	3.4
Cá tra phi-lê	(7.2)	(4.7)	(8.2)	(8.8)	(7.3)	4.1	3.8
Bột cá, dầu cá	(18.1)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(11.9)	5.0	5.0
Thức ăn chăn nuôi	12.1	10.0	10.0	10.0	10.4	-	-
Dịch vụ	23.4	-	-	-	4.4	4.4	4.4
Bất động sản	-	-	(100)	-	(100)	-	-
Khác	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận gộp	104.9	123.7	116.3	105.7	451	475	488
% n/n	(12.2)	(21.7)	(25.1)	(16.2)	(19.4)	5.3	2.9
% biên lợi nhuận gộp	7.0	6.6	6.5	6.7	6.7	6.8	6.8
Lợi nhuận hoạt động	26.1	25.4	21.1	16.8	87	127	120
% n/n	37.5	(9.9)	(27.0)	(44.7)	(18.1)	45.4	(5.2)
% biên lợi nhuận hoạt động	1.7	1.4	1.2	1.1	1.3	1.8	1.7
LNST-CTM	26.3	25.8	22.5	19.3	93.9	117	113
% n/n	92.6	57.7	51.4	24.3	55.4	27.7	(3.3)
% biên lợi nhuận ròng	1.8	1.4	1.3	1.2	1.5	1.9	1.7
% ROE					2.7	3.4	3.2
Multiple ratio							
PE					17.3	13.6	14.1
PB					0.5	0.5	0.5
DY					-	1.5	1.4