

THỦY SẢN

BIẾN ĐỘNG KHÓ LƯỜNG



Hiển Lê – hien.ln@vdsc.com.vn





Năm 2024, ngành thủy sản đã **hồi phục** trên nền thấp với sản lượng tăng trưởng trong khi giá bán vẫn thấp hơn cùng kỳ. Bên cạnh đó, giá cước tăng cao và việc không được hoàn thuế chống bán phá giá tôm (CBPG) tại Mỹ đã ảnh hưởng lên biên ròng các doanh nghiệp trong ngành.

Bước sang 2025, ngành thủy sản sẽ biến động khó lường trước mức thuế của Mỹ cho các nước. Tuy nhiên, **ngành cá tra** kỳ vọng **tăng trưởng** nhờ **sản lượng** khi giá bán cạnh tranh so với cá rô phi và cá minh thái nội địa Mỹ. **Ngành tôm tăng trưởng** nhờ duy trì lợi thế cạnh tranh với sản phẩm tôm giá trị gia tăng và chờ đợi kết quả cuối cùng về mức thuế chống bán phá giá tại Mỹ. **Biên gộp** các doanh nghiệp thủy sản kỳ vọng **cải thiện** nhờ giá đầu tương ước tính giảm 4% YoY, giá bán theo VND tăng nhẹ 3-5% YoY (tỷ giá USD/VND ước tăng 3% YoY) và nguồn cung tôm cá nguyên liệu cải thiện khi thời tiết thuận lợi, mưa không quá nhiều.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp kỳ vọng tăng trưởng 2 chữ số, tuy nhiên, định giá có sự khác biệt giữa các doanh nghiệp. Cụ thể, **VHC (TÍCH LŨY, GMT: 78.000 đ/cp)**, **FMC (TÍCH LŨY, GMT: 50.000 đ/cp)**, **ANV (Không đánh giá)**.

Đối với ngành cá tra, thị trường Trung Quốc gặp nhiều khó khăn khi khả năng chi trả của người tiêu dùng còn thấp và thị trường EU gặp sự cạnh tranh cao với giá Minh Thái gốc Nga. Đối với thị trường Mỹ, sản lượng tăng trưởng tùy thuộc vào mức thuế của Mỹ lên các nước. Theo kịch bản cơ sở về mức thuế của Mỹ trong báo cáo chiến lược năm 2025 của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng diễn biến ngành cá tra đối với mức thuế tại Mỹ trong năm 2025 như sau:

- Theo kịch bản cơ sở, Mỹ sẽ áp 25% thuế lên toàn bộ mặt hàng Trung Quốc vào Q2/2025 và áp thuế/gia tăng biện pháp phòng vệ lên Việt Nam trong nửa đầu năm 2026. Đối với kịch bản này, chúng tôi kỳ vọng cá tra tăng **1%** thị phần sản lượng nhờ chiếm **0,3%** thị phần cá rô phi và **0,7%** cá hồi sau khi chia sẻ một phần thị phần với cá minh thái nội địa Mỹ.
 - Cá rô phi đã bị áp thuế nhập khẩu 25% kể từ năm 2019 nên tại kịch bản này không có nhiều thay đổi về giá. Tuy nhiên, thị phần cá rô phi kỳ vọng giảm dần khi giá cá rô phi 11T2024 hiện cao hơn 44% so với cá tra và thị phần cá rô phi đã giảm từ 14,12% xuống 11,49% trong giai đoạn 2019-2023 sau khi bị áp thuế vào năm 2019.
 - Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng thị phần sản lượng cá hồi sẽ giảm từ 24% về mức trung bình 2019-2023 tại 23% khi lạm phát vẫn duy trì mức cao và tốc độ tăng trưởng việc làm và chi tiêu tiêu dùng chậm lại so với năm 2024. Lũy kế 11T2024, thị phần sản lượng cá hồi nhập khẩu cũng đã giảm về 24,4% so với 26,7% của 11T2023.

Đối với ngành tôm, mức thuế tại thị trường Mỹ không ảnh hưởng nhiều do sản lượng tôm tự nuôi tại Mỹ thấp và Trung Quốc không xuất khẩu qua Mỹ nhiều. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng thị phần sản lượng tại Mỹ tăng nhờ Indonesia và Ấn độ bị áp thuế chống bán phá giá cao và kỳ vọng hoàn thuế CBPG cho doanh nghiệp tôm như FMC. Thị trường Nhật Bản kỳ vọng tăng trưởng sản lượng nhờ duy trì mức giá bán tôm GTGT cạnh tranh so với Thái Lan.

- **Rủi ro tăng giá:** Giá bán và sản lượng tăng mạnh hơn kỳ vọng khi nhu cầu dự trữ hàng trước khi mức thuế hiệu lực tăng cao. Tỷ giá tăng cao hơn kỳ vọng.
- **Rủi ro giảm giá:** Giá bán giảm hơn kỳ vọng do giá cước tăng cao đột ngột và giá cá nguyên liệu tăng cao ảnh hưởng lên biên gộp. Nhu cầu nhập khẩu cá hồi quay trở lại khi tình hình kinh tế Mỹ cải thiện.

Ước tính giá trị xuất khẩu với kịch bản áp thuế cơ sở của Mỹ

Kịch bản cơ sở	Giá cá tra trung bình 11T2024	Giá cá Minh Thái Mỹ 11T2024	Giá cá rô phi 11T2024	Thị phần sản lượng cá tra ước tính tăng	Sản lượng ước tính tăng (nghìn tấn, theo tổng sản lượng Mỹ nhập khẩu năm 2023)	Giá trị ước tính tăng thêm (triệu USD, theo Giá bán tại 3 USD/kg)	Giá trị xuất khẩu ước tăng (so với năm 2023)
Áp thuế lên Trung Quốc 25% trong Q2/2025 và Việt Nam vào nửa đầu năm 2026	3,21	3,36	4,63	1%	8	24	8,5%

Nguồn: NOAA, CTCK Rồng Việt

Theo kịch bản cơ sở về mức thuế của Mỹ trong báo cáo chiến lược năm 2025, chúng tôi kỳ vọng diễn biến ngành cá tra về mức thuế của Mỹ trong năm 2025 như sau:

- Theo kịch bản cơ sở, Mỹ áp 25% thuế lên toàn bộ mặt hàng Trung Quốc vào Q2/2025 và áp thuế/gia tăng biện pháp phòng vệ lên Việt Nam trong nửa đầu năm 2026. Đối với kịch bản này, giá cá rô phi không thay đổi do hiện nay cá rô phi đã bị áp thuế nhập khẩu 25%. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng cá tra tăng 1% thị phần sản lượng nhờ chiếm 0,3% thị phần cá rô phi và 0,7% cá hồi và không phải chia sẻ nhiều thị phần với cá minh thái nội địa Mỹ khi duy trì mức giá bán cạnh tranh.

 - Giá cá rô phi trung bình 11T2024 hiện cao hơn 44% so với cá tra. Cá rô phi đã bị áp thuế nhập khẩu 25% kể từ 2019 nên tại kịch bản này không có nhiều thay đổi về giá. Tuy nhiên, thị phần cá rô phi đã giảm từ 14,12% xuống 11,49% trong giai đoạn 2019-2023 sau khi bị áp thuế vào năm 2019. Hiện tại, trong 11T2024, thị phần cá rô phi cũng giảm về 11,4%.
 - Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng thị phần sản lượng cá hồi sẽ giảm từ 24% về mức trung bình 2019-2023 tại 23% khi lạm phát vẫn duy trì mức cao và tốc độ tăng trưởng việc làm và chi tiêu tiêu dùng chậm lại so với năm 2024. Năm 2024, thị phần sản lượng cá hồi nhập khẩu cũng đã giảm từ 26,7% về 24,4%.
 - Cá minh thái nội địa Mỹ trung bình 11T2024 (dựa trên giá xuất khẩu) hiện cao hơn 5% so với cá tra. Nguồn cung cá minh thái nội địa Mỹ dự kiến tăng 5,8% sẽ giúp cá minh thái thu hẹp khoảng cách về giá nên khả năng cá tra phải chia sẻ bớt thị phần chiếm được từ cá hồi và cá rô phi.

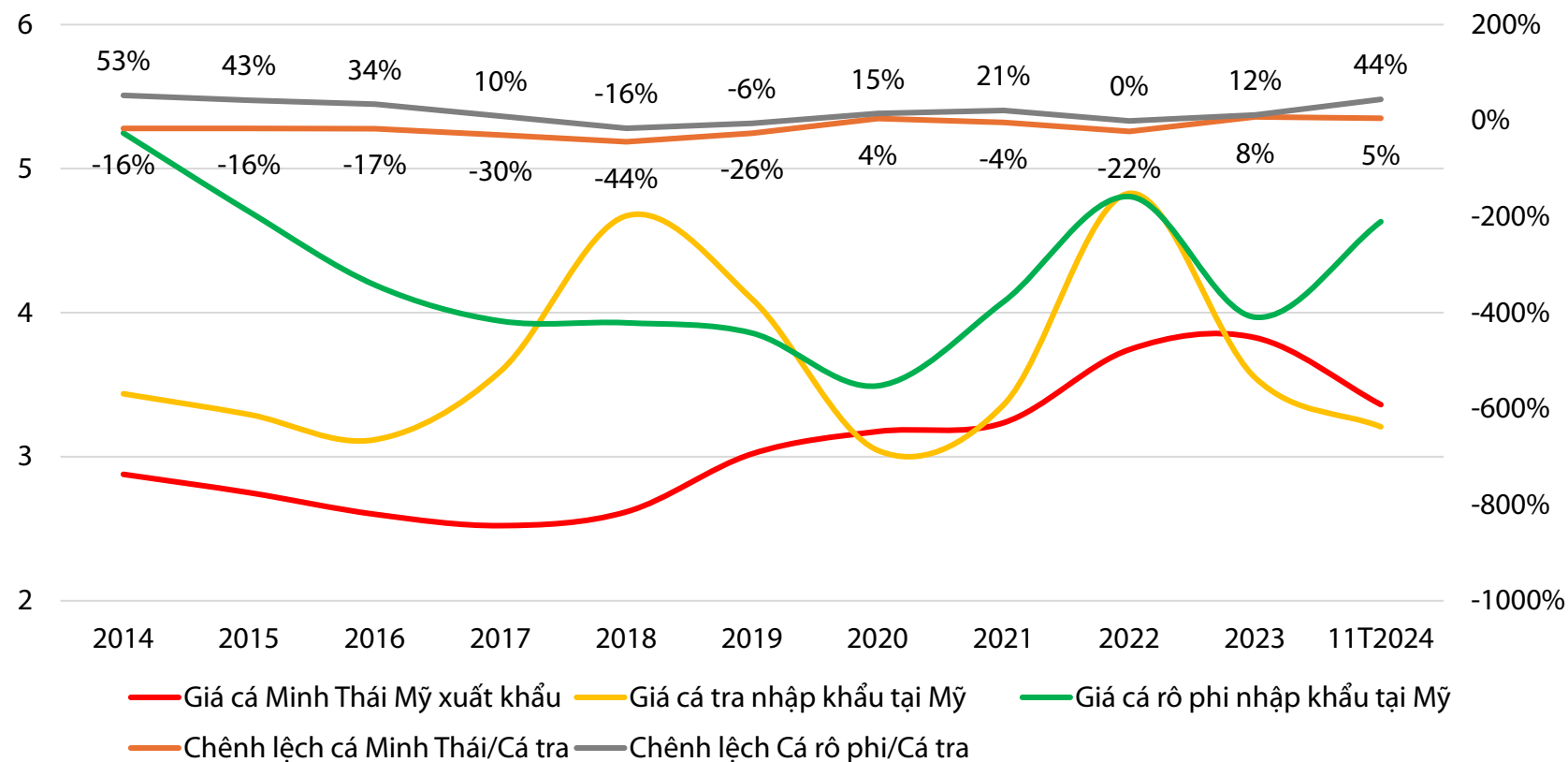
Loại cá fillet (% thị phần sản lượng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	11T2023	11T2024	% chênh lệch thị phần sản lượng	Giá bán trung bình 11T2024 (USD/kg)
Cá hồi tươi Atlantic	18,99%	21,20%	22,37%	23,45%	21,58%	26,77%	26,73%	24,45%	-2,28%	13,55
Cá tra đông lạnh	11,55%	7,09%	7,45%	12,88%	14,11%	10,29%	10,23%	14,14%	3,91%	2,88
Cá rô phi đông lạnh	15,34%	14,12%	14,94%	13,12%	11,62%	11,49%	11,54%	11,40%	-0,14%	4,41
Cá hồi đông lạnh Atlantic	5,74%	6,73%	8,10%	9,24%	9,73%	10,76%	10,83%	8,99%	-1,84%	14,70
Cá tuyết đông lạnh	6,60%	6,59%	6,18%	6,14%	6,25%	5,54%	5,61%	6,03%	0,42%	8,85
Cá ngừ đông lạnh	4,27%	5,42%	4,27%	4,44%	5,24%	4,60%	4,56%	5,38%	0,82%	11,00
Cá hồi NSPF đông lạnh	5,29%	5,97%	6,39%	4,61%	4,31%	4,61%	4,59%	4,89%	0,30%	7,61
Cá biển đông lạnh	2,92%	3,08%	2,43%	2,93%	3,18%	3,28%	3,36%	3,45%	0,09%	12,55
Cá rô phi tươi	2,69%	2,63%	2,84%	2,76%	2,63%	2,86%	2,88%	2,40%	-0,48%	7,96
Cá nục cừ neo đông lạnh	2,29%	1,55%	2,00%	2,53%	2,54%	2,26%	2,20%	2,28%	0,08%	9,75
Cá tuyết đông lạnh	2,18%	1,80%	1,71%	1,41%	1,95%	1,44%	1,44%	1,70%	0,26%	6,62
Cá Minh Thái Alaska	1,68%	2,83%	2,08%	1,71%	2,03%	1,79%	1,79%	1,36%	-0,43%	3,32
Tổng cộng sản lượng (triệu tấn)			754	778	827	913	735	730		
YoY				3%	6%	10%		-1%		

Nguồn: NOAA, CTCK Rồng Việt

Thị phần sản lượng cá tra kỳ vọng tăng dài hạn chủ yếu nhờ chiếm dẫn thị phần sản lượng cá rô phi. Trong khi đó, thị phần cá hồi cá hồi giảm trong năm 2024 có thể quay trở lại khi nền kinh tế Mỹ tăng trưởng mạnh mẽ.

- Thị phần cá rô phi đã giảm dần trong các năm gần đây kể từ khi bị áp thuế 25% vào năm 2019. Thị phần cá rô phi đã giảm từ 14,12% xuống 11,49% trong giai đoạn 2019-2023.
- Trong năm 2024, thị phần cá tra tăng mạnh mẽ nhờ chiếm thêm thị phần cá hồi bên cạnh cá rô phi khi người tiêu dùng tại Mỹ không muốn chi trả mức giá cao cho sản phẩm thủy sản như cá hồi. Hiện giá cá tra đang duy trì ở mức thấp nhất trong Top 12 cá fillet nhập khẩu tại Mỹ.

Giá các loại cá fillet (USD/kg, trái) và chênh lệch giá cá/cá tra (% ,phải) tại Mỹ



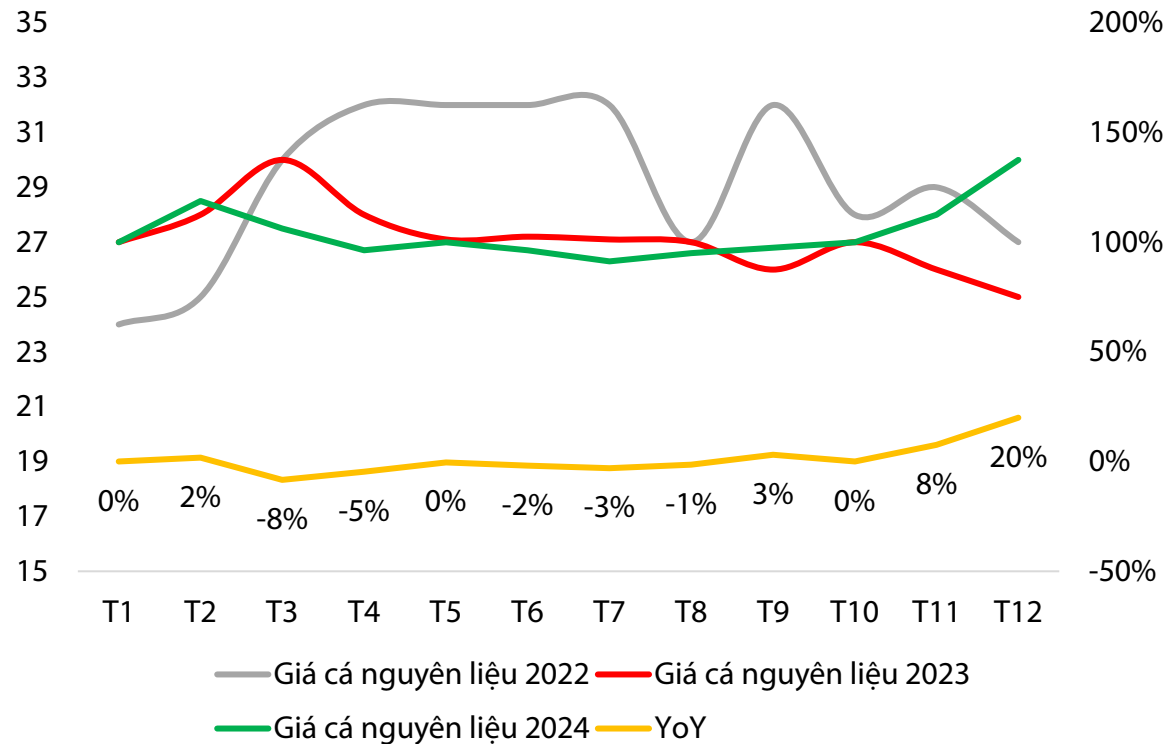
Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

	2019	2020	2021	2022	2023	11T2023	11T2024	Chênh lệch 11T2024-11T2023
Cá fillet								
Cá tra fillet	75,1%	75,8%	64,0%	76,0%	56,8%	58,3%	44,1%	-14,2%
Cá viên	16,0%	17,2%	23,7%	13,5%	18,3%	18,0%	18,5%	0,5%
Cá Alaska	1,5%	1,3%	3,0%	3,1%	12,7%	12,2%	13,5%	1,4%
Tổng cá fillet nhập khẩu (tấn)	278.310	276.463	166.774	263.427	187.213	174.436	175.403	
YoY		-1%	-40%	58%	-29%		1%	
Cá nguyên con/xẻ bướm								
Cá tuyết Alaska	27,1%	27,6%	23,7%	29,0%	24,4%	26,1%	23,5%	-2,6%
Cá khác	19,0%	21,3%	23,0%	22,6%	20,2%	19,6%	20,0%	0,4%
Cá mòi	2,2%	3,3%	0,8%	0,6%	11,6%	10,3%	10,4%	0,1%
Cá hồi	6,0%	3,2%	5,0%	6,3%	6,4%	6,2%	3,6%	-2,6%
Cá tra	1,3%	1,4%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	3,4%	1,0%
Tổng cá nguyên con nhập khẩu (tấn)	2.527.481	2.196.551	1.615.297	2.063.917	2.382.499	2.185.753	2.140.954	
YoY		-13%	-26%	28%	15%		-2%	

Nguồn: ITC, CTCK Rong Viet

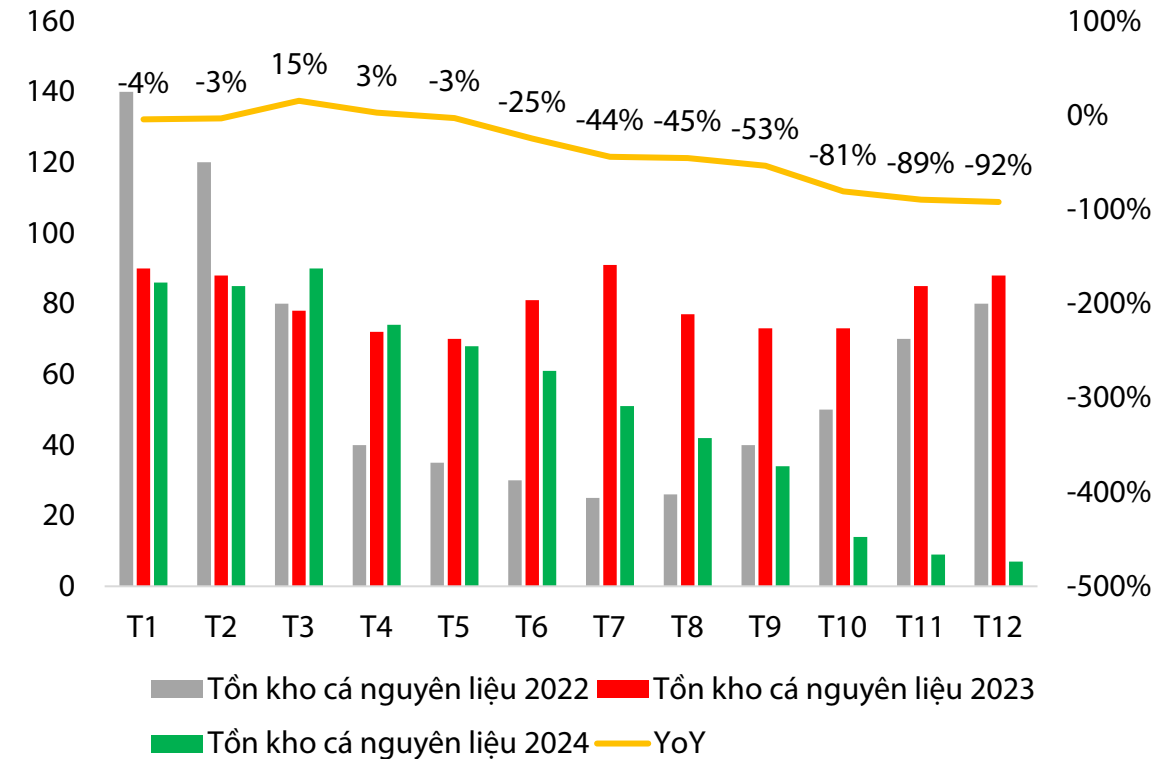
- Tổng sản lượng nhập khẩu cá tra tại Trung Quốc kỳ vọng tăng ở mảng cá nguyên con/xẻ bướm (sản phẩm chính của ANV) trong khi mảng cá tra fillet khó tăng cao khi thị phần nhập khẩu cá fillet giảm dần.

Giá cá nguyên liệu (nghìn đồng/kg, trái) và tăng trưởng YoY (% , phải)



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

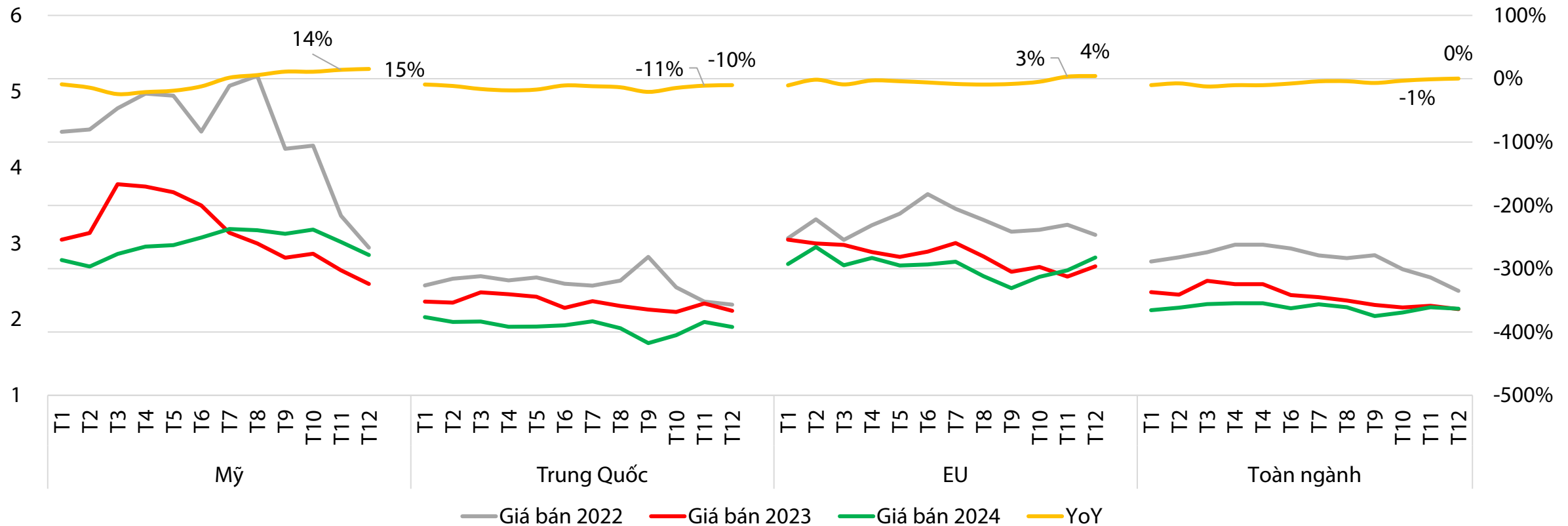
Tồn kho cá nguyên liệu (nghìn tấn, trái) đang ở mức thấp



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

- Giá cá nguyên liệu T11/2024 đạt 30.000 đồng/kg (+15% YoY) và dự kiến tăng dần đến T3/2025 khi nguồn cung Q1 thường thấp.

Giá bán cá tra tại các thị trường (USD/kg, trái) và tăng trưởng YoY (% ,phải)



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

- Giá bán cá tra tại các thị trường Trung Quốc và EU kỳ vọng hồi phục nhẹ so với cùng kỳ trên mức nền thấp trong khi giá tại thị trường Mỹ kỳ vọng tăng trưởng theo mức lạm phát 2%.



	Sản lượng (%)					Giá bán (USD/kg)			
	11T2021	11T2022	11T2023	11T2024	Tăng trưởng 2023-2024	11T2021	11T2022	11T2023	11T2024
Thị phần Tôm nước ấm nuôi bỏ đầu đông lạnh	23,2%	42,0%	46,0%	48,5%	2,5%				
INDIA	61,8%	56,9%	58,3%	58,6%	0,3%	8,7	8,8	7,4	7,2
ECUADOR	14,9%	21,3%	20,9%	21,4%	0,5%	8,6	8,1	7,0	7,0
INDONESIA	11,2%	13,3%	13,6%	11,2%	-2,3%	9,8	10,1	8,4	7,8
VIETNAM	9,0%	5,2%	4,8%	5,9%	1,0%	11,9	12,6	11,3	9,9
Tổng thị phần 4 nước	96,8%	96,8%	97,6%	97,1%					
Thị phần Tôm đông lạnh chế biến khác	13,6%	15,0%	13,8%	13,8%	0,0%				
INDIA	30,3%	40,4%	41,6%	40,5%	-1,2%	10,0	10,4	9,4	8,8
INDONESIA	28,2%	26,8%	26,6%	24,8%	-1,8%	10,0	10,9	9,2	9,1
VIETNAM	28,8%	21,8%	21,6%	21,8%	0,2%	11,1	12,3	10,6	10,5
THAILAND	8,8%	7,4%	5,3%	6,5%	1,3%	12,5	13,3	12,8	11,2
ECUADOR	1,6%	1,5%	3,2%	3,9%	0,7%	9,8	10,4	9,0	8,7
Tổng thị phần 5 nước	98%	98%	98%	97%					
Thị phần Tôm tẩm bột đông lạnh	7,0%	8,5%	7,5%	7,8%	0,3%				
INDONESIA	35,4%	36,9%	40,1%	41,1%	1,1%	6,1	6,5	6,2	5,9
VIETNAM	21,6%	23,8%	21,9%	29,1%	7,2%	7,9	8,9	8,8	8,5
THAILAND	21,4%	19,8%	21,0%	11,8%	-9,2%	9,9	10,4	10,6	9,9
ECUADOR	7,7%	10,3%	7,9%	6,2%	-1,7%	7,5	8,5	8,5	8,3
Tổng thị phần 4 nước	86,0%	90,8%	90,8%	88,2%					
Tổng sản lượng nhập khẩu (nghìn tấn)	809	779	723	696					
Sản lượng YoY		-4%	-7%	-4%					

Nguồn: NOAA, CTCK Rong Việt

- Thị phần tôm xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam tăng nhờ duy trì giá bán thấp hơn Thái Lan tại mảng tôm tẩm bột và hưởng lợi từ mức thuế chống bán phá và chống trợ của các đối thủ cạnh tranh cao hơn Việt Nam. Bên cạnh đó, sản phẩm tôm Indonesia bị trả về do nhiễm khuẩn. Tính chung 11 tháng năm 2024, FDA đã từ chối 34 đơn hàng bị nhiễm khuẩn salmonella/nhiễm bẩn, trong đó Indonesia chiếm nhiều nhất với 15 đơn hàng.

Giai đoạn xem xét	Thuế chống bán phá giá (CBPG) chủ yếu			Thuế chống trợ cấp	
	01/02/2022-31/01/2023	01/02/2022-31/01/2023	01/10/2022-30/09/2023	01/01/2022-31/12/2022	01/04/2022-31/3/2023
Việt Nam	31 DN:0%, còn lại 118 DN: 25,76%			2,84%	
Ecuador	0%			3,78%	
Ấn Độ	2,49%				5,77%
Indonesia	3,9%				2 doanh nghiệp dưới 1% còn lại 0%

Nguồn: Federal, CTCK Rồng Việt

- Việt Nam đang có lợi thế về mức thuế chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp tại Mỹ khi mức thuế này áp lên các nước cạnh tranh hiện đang cao hơn Việt Nam. Tuy nhiên, việc bị áp thuế chống trợ cấp trong năm 2024 đã ảnh hưởng lên lợi nhuận các doanh nghiệp kinh doanh ngành tôm tại Mỹ khi không được hoàn thuế CBPG và phải trích thêm một khoản chống trợ cấp.
 - Trong năm 2024, Bộ thương mại Hoa Kỳ (DOC) quyết định áp thuế chống trợ cấp 2,84% lên Việt Nam. Việc bị áp thuế chống trợ cấp đã dẫn đến quyết định về thuế chống bán phá giá cho giai đoạn 2023-2024 (POR 20) được dời sang năm 2025. Vì vậy, các doanh nghiệp Việt Nam bán tôm sang Mỹ như FMC phải hạch toán thuế chống trợ cấp và không được hoàn thuế CBPG trong năm 2024.

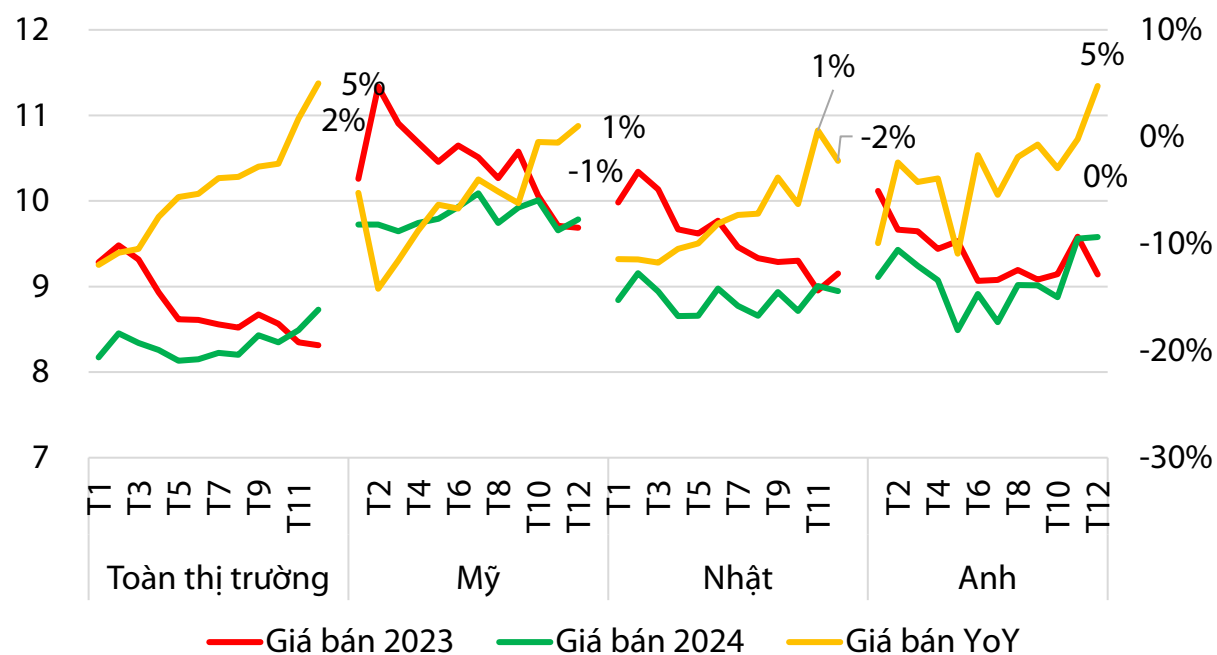
	Thị phần sản lượng (%)							Chênh lệch 10T2023- 10T2024	Giá bán (USD/kg)		
	2019	2020	2021	2022	2023	10T2023	10T2024		10T2023	10T2024	Chênh lệch 10T2023- 10T2024
Tôm sơ chế											
India	26,5%	27,2%	28,8%	25,4%	28,7%	30,1%	30,8%	0,7%	7,54	7,20	-4,5%
Indonesia	16,4%	16,9%	16,6%	17,8%	18,4%	19,0%	18,7%	-0,3%	10,07	9,32	-7,4%
Việt Nam	21,5%	20,8%	18,8%	18,7%	17,8%	17,6%	19,5%	1,9%	11,57	10,19	-11,9%
Argentina	11,3%	12,1%	11,1%	11,4%	10,2%	8,2%	12,8%	4,6%	10,87	8,37	-23,0%
Thái Lan	7,5%	6,0%	6,1%	6,7%	6,1%	6,4%	6,0%	-0,4%	9,78	9,93	1,6%
Ecuador	1,1%	1,9%	2,7%	4,5%	5,4%	5,2%	11,9%	6,7%	7,84	6,76	-13,8%
Tổng tôm sơ chế nhập khẩu (nghìn tấn)	144	138	147	145	130	104	118				
YoY		-4%	7%	-1%	-10%		14%				
Tôm chế biến GTGT											
Thái Lan	39,4%	34,7%	36,3%	37,7%	38,7%	38,4%	36,5%	-1,9%	10,61	10,01	-5,6%
Việt Nam	36,5%	39,4%	36,6%	35,6%	35,1%	32,8%	36%	3,4%	11,22	9,73	-13%
Indonesia	12,4%	13,5%	15,3%	16,4%	14,5%	14,6%	13,1%	-1,5%	9,48	9,31	-1,8%
Tổng tôm GTGT nhập khẩu (nghìn tấn)	66	62	62	68	60	48	49				
Thay đổi svck		-6%	1%	9%	-12%		3%				

Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

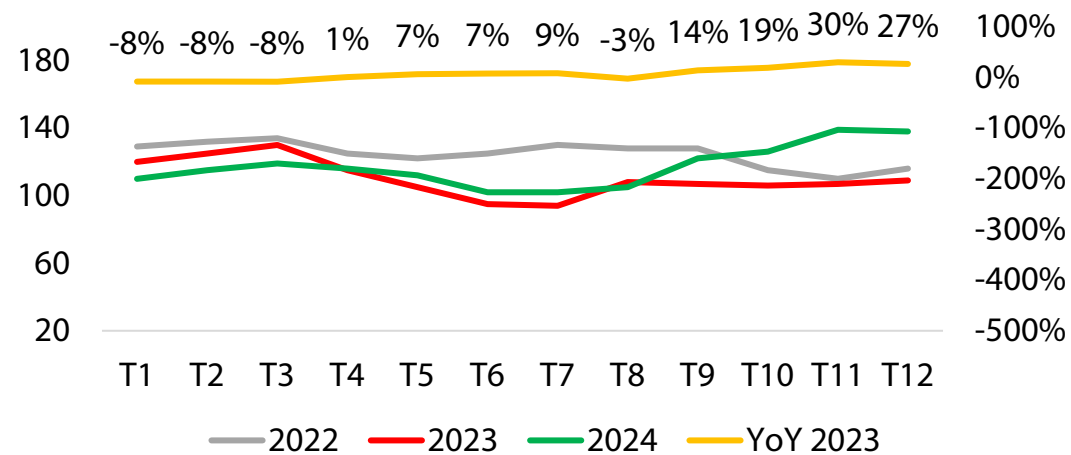
- Thị phần tôm Việt Nam tại Nhật tăng nhờ bán tôm chế biến GTGT rẻ hơn Thái Lan và bán sản phẩm chất lượng cao hơn Indonesia.

- Giá bán tôm thẻ tại các thị trường hầu hết thấp hơn cùng kỳ. Giá bán tôm thẻ năm 2025 kỳ vọng tăng nhẹ 1% ở các thị trường chính.
- Giá tôm thẻ nguyên liệu đã tăng gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá bán tôm nguyên liệu sẽ không tăng mạnh năm sau khi thời tiết thuận lợi.

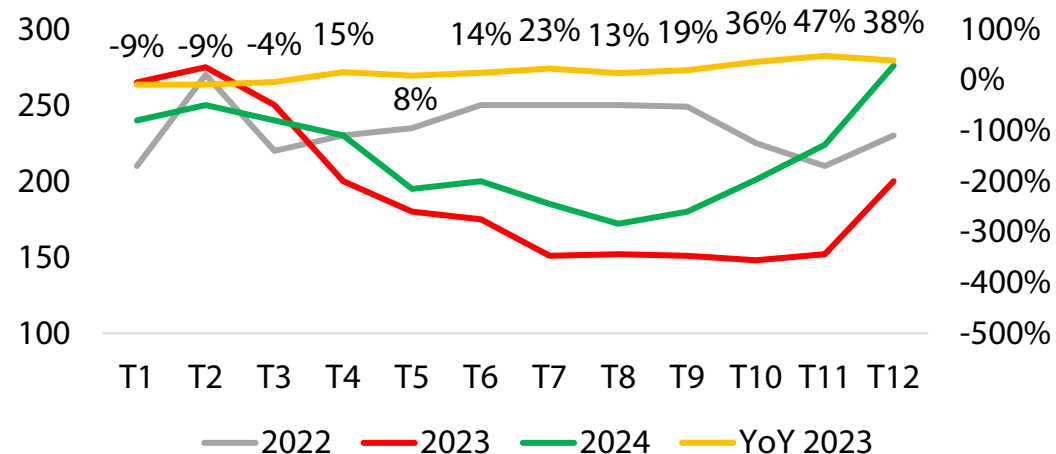
Giá bán tôm thẻ (USD/kg, trái) tại các thị trường



Giá tôm thẻ nguyên liệu (nghìn đồng/kg, trái) và tăng trưởng (phải)



Giá tôm sú nguyên liệu (nghìn đồng/kg, trái) và tăng trưởng (phải)



Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá tại ngày 10/01/25	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A		2024E		2025F		Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	2024E	2025F	2024E	2025F
VHC	14.589	54.080	15,77	1,68	10,40%	78.000	65.000	20,00%	4.165	37.190	5.336	43.836	7.131	49.279	24,60%	12,30%	33,60%	33,60%
ANV	4.819	33.977	93,05	1,69	1,30%	N.R	18.100	n.a	146	10.575	401	15.974	851	17.131	4,9%	10,0%	155,7%	112,1%
IDI	2.057	4.957	238,77	0,63	0,70%	N.R	7.530	n.a	212	11.888	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
FMC	2.946	1.961	10,65	1,43	13,90%	50.000	45.050	11,00%	4.121	31.026	4.693	40.890	5.776	45.923	36%	13%	11%	23%
CMX	771	1.641	12,39	0,66	4,60%	N.R	7.570	n.a	479	11.141	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 10/01/2025.

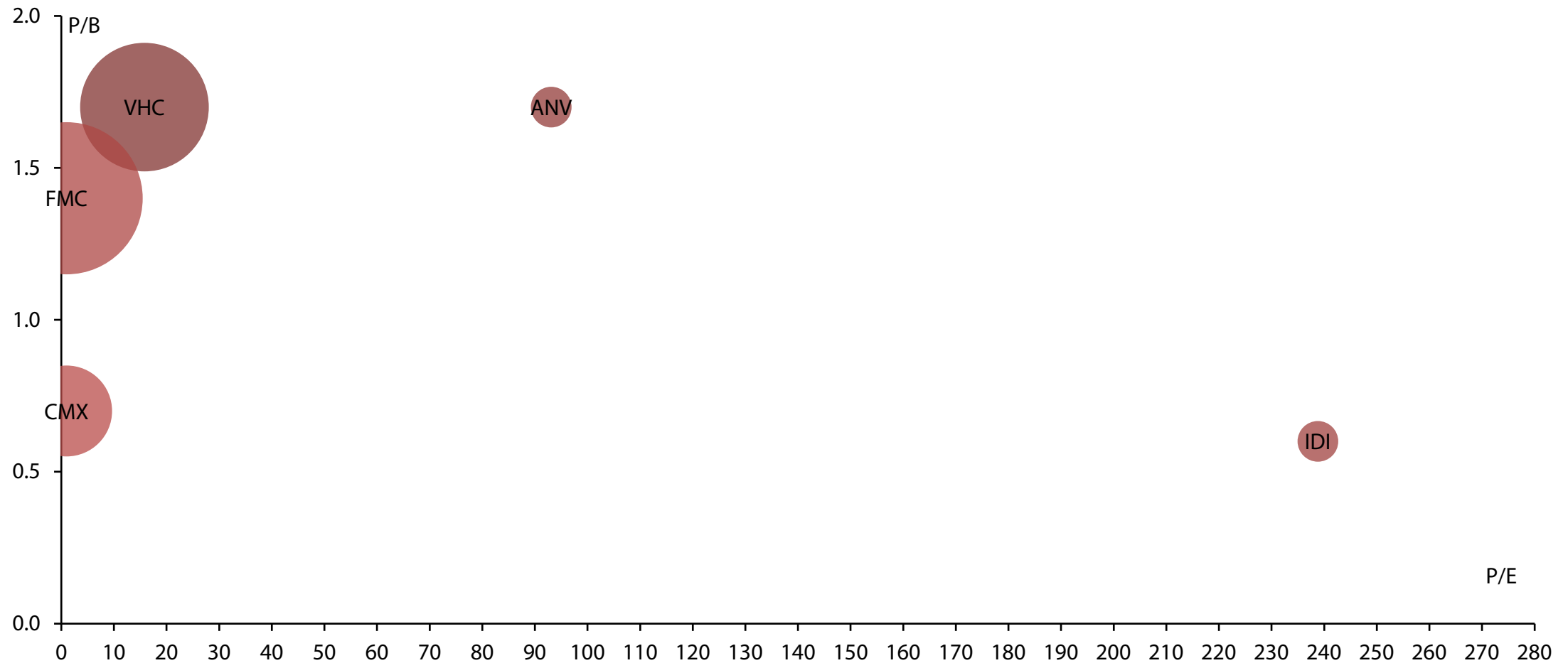
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2025

Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

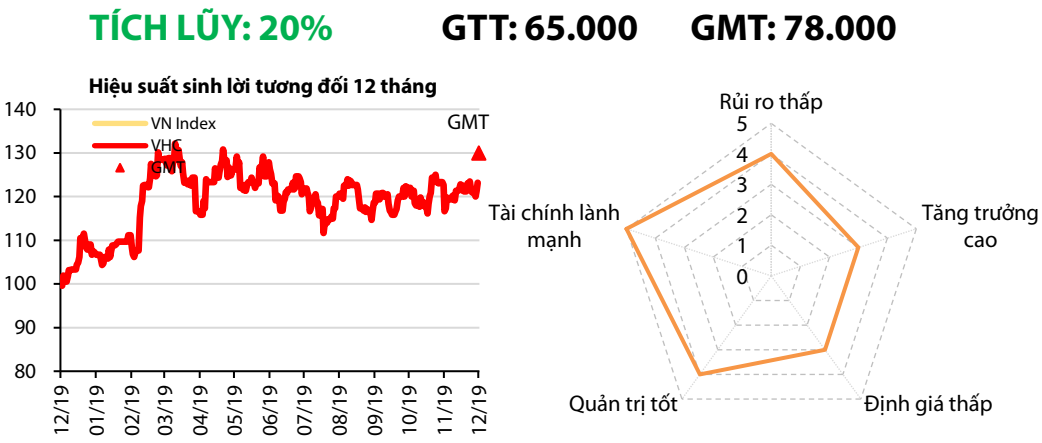
N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

LNST-CDCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 15/01/2025.



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	14.589
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	224
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	727
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	53
SH NGTTN còn lại (%)	71,5
BQ giá 52 tuần('000 VND)	62.6 - 82.2

TÀI CHÍNH

	2023A	2024E	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	10.033	12.506	14.047
LNST-CDM (tỷ đồng)	918	1.198	1.601
ROA (%)	8	9	11
ROE (%)	11	12	14
EPS (đồng)	4.910	5.336	7.131
GTSS (đồng)	45.931	43.836	49.279
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	4.000	2.000
P/E (x)	14,9	13,7	10,9
P/B (x)	1,6	1,7	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhờ mảng cá tra và C&G

Doanh thu mảng cá tra tăng 11,8% YoY chủ yếu đến từ chiếm thị phần sản lượng cá rô phi tại Mỹ và duy trì giá bán tăng nhẹ 2,7% YoY. Giá bán cá tra hiện thấp hơn các loại cá khác tiếp tục tạo ra lợi thế cạnh tranh tại Mỹ.

Doanh thu mảng C&G kỳ vọng tăng 17,9% YoY nhờ sản lượng tăng 15% YoY (tương đương tỷ lệ lấp đầy 65% công suất của 5.000 tấn) trong khi giá bán tăng nhẹ 2% YoY. Sản lượng tăng nhờ:

- VHC dự kiến hoạt động hết công suất 5.000 tấn năm 2025 và mở rộng tiếp công suất từ 5.000 tấn lên 7.000 tấn trong giai đoạn 2025-2027 khi chưa sử dụng hết nguồn da cá nhà.
- Mức sản lượng xuất khẩu này còn thấp, tương đương 0,1% tổng nhập khẩu C&G của thế giới

Biên gộp cải thiện dần theo năm

- Biên gộp năm 2025 cải thiện 300bps YoY chủ yếu nhờ giá cá nguyên liệu giảm 3% YoY do giá đầu tương giảm 4% YoY trong khi giá bán tăng nhẹ 2,7% YoY.
- Giai đoạn 2026-2028, mảng C&G và Mảng Sa Giang với biên gộp cao hơn cá tra sẽ là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng biên gộp cho giai đoạn này khi tỷ trọng 2 mảng này trong doanh thu tăng dần.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Mức thuế nhập khẩu tại Mỹ sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- Biên gộp giảm do sản lượng xuất khẩu cao hơn khiến việc mua cá nguyên liệu bên ngoài nhiều.

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Kim ngạch xuất khẩu (triệu USD)	208	264	369	242	266	296	317	335	348
YoY		27%	40%	-34%	10%	11%	7%	6%	4%
Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn)	73	85	89	74	93	101	106	110	112
YoY		17%	5%	-16%	25%	8%	5%	4%	2%
Giá bán cá tra (USD/kg)	2,9	3,1	4,1	3,3	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1
YoY		8%	33%	-21%	-13%	3%	2%	2%	2%

Nguồn: VHC, Agromonitor, CTCK Rồng Việt

- Sản lượng xuất khẩu tăng nhờ chiếm thị phần cá rô phi và cá biển.
- Tỷ lệ hàng tồn kho/doanh thu F&B tại Mỹ duy trì ở mức trung bình.
- Giá bán tăng nhẹ năm sau và ổn định theo mức lạm phát 2%/năm kể từ năm 2026.

Bảng chỉ số tài chính của VHC

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.060	13.464	10.076	12.506	14.047	15.212
Cá tra	6.054	8.633	5.776	6.521	7.293	7.853
Collagen	642	885	724	959	1.131	1.275
Sa Giang	384	444	455	802	891	967
Khác	1.981	3.502	3.121	4.224	4.732	5.117

Tăng trưởng YoY (%)

Doanh thu	28,66%	46,13%	-24,17%	24,65%	12,32%	8,30%
LNST CDM	52,78%	79,64%	-53,50%	30,42%	33,64%	16,95%

Khả năng sinh lời (%)

Biên LN gộp	19,39%	22,49%	14,88%	15,18%	18,14%	19,34%
Biên LN ròng	12,14%	14,93%	9,15%	9,58%	11,40%	12,31%
ROE	18,68%	25,67%	10,69%	12,17%	14,47%	14,93%

Cấu trúc tài chính (%)

Tổng vay/VCSH	32,66%	33,57%	28,06%	26,23%	22,76%	18,27%
---------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Nguồn: VHC, CTCK Rông Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và SoTP trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của VHC ở mức 78.000 đ/cp.

Giá mục tiêu

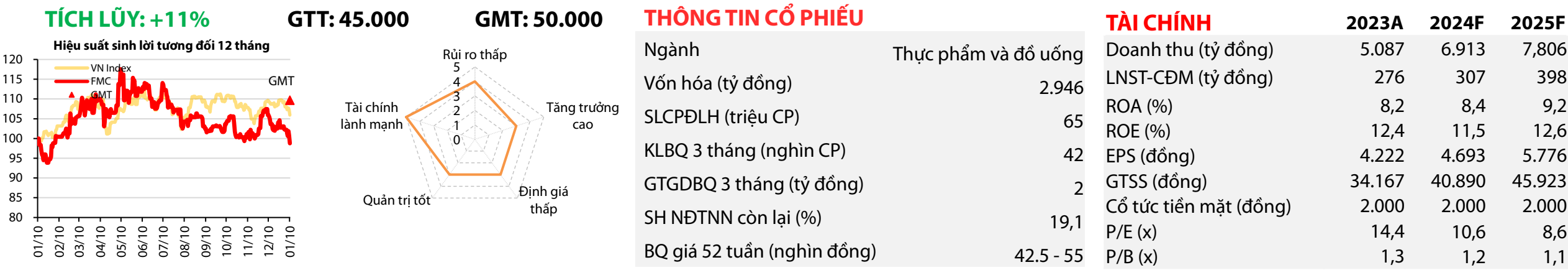
Phương pháp	Tỷ lệ	
FCFF	50%	85.412
SoTP	50%	70.661
Giá mục tiêu (làm tròn)		78.000
P/E mục tiêu (2025)		10,9
Upside		+8%

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng định giá dài hạn bằng phương pháp FCFF

WACC	Exit EV/EBITDA					
		5,3	6,3	7,3	8,3	9,3
	9%	77.314	87.030	96.746	106.462	116.178
	11%	72.765	81.798	90.830	99.863	108.896
	13%	68.595	77.004	85.412	93.820	102.229
	15%	64.767	72.604	80.441	88.278	96.115
	17%	61.247	68.561	75.874	83.187	90.500

Nguồn: CTCK Rông Việt



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Việc hoàn thuế chống bán phá giá sẽ giúp LNST CĐM tăng trưởng mạnh mẽ

Bước sang năm 2025, LNST CĐM tăng mạnh chủ yếu nhờ được hoàn lại 41 tỷ tiền thuế chống bán phá giá (CBPG) cho kỳ 19 (tương đương 11% LNST CĐM năm 2025) trong Q3/2025. LNST CĐM năm 2025 trong trường hợp không hoàn thuế là 336 tỷ đồng (+10% YoY).

Trong năm 2024, Bộ thương mại Hoa Kỳ (DOC) quyết định áp thuế chống trợ cấp 2,84% lên Việt Nam và dời quyết định sơ bộ về thuế chống bán phá giá cho giai đoạn 2023-2024 (POR 20) sang sang tháng 3/2025. Vì vậy, FMC phải hạch toán khoản trích trước thuế chống trợ cấp và không được hoàn thuế CBPG trong năm 2024 như giai đoạn 2020-2023. Năm 2025, FMC có khả năng hoàn thuế cao khi giá bán tôm cao hơn các cường quốc và có kinh nghiệm trong việc xử lý thuế thông qua việc doanh nghiệp đã trở thành bị đơn bắt buộc để được điều tra thuế CBPG.

KQKD mảng chính không có nhiều biến động khi duy trì mức giá bán tôm cạnh tranh so với đối thủ khác ở mảng tôm giá trị gia tăng

Doanh thu tăng chủ yếu đến từ mảng tôm trong khi mảng nông sản duy trì ở mức 5% tổng doanh thu.

- Sản lượng tôm xuất khẩu tăng nhờ chiếm thị phần của các đối thủ **Thái lan tại Nhật Bản** với giá bán cạnh tranh và **thị phần của đối thủ Indo tại Mỹ** nhờ sản phẩm giá trị gia tăng chất lượng cao như năm 2024.
- Giá bán tăng chủ yếu nhờ thị trường Mỹ trong khi giá tại các thị trường khác hồi phục nhẹ 1% dựa trên mức nền thấp. Mức này thấp hơn tăng trưởng ước tính của World bank tại 4% YoY.
- Cơ cấu doanh thu năm 2025 tương đương năm 2024 với doanh thu theo các thị trường Mỹ/Nhật/EU kỳ vọng đạt 34%/36%/7%.

Biên gộp tăng nhẹ 20 bps YoY nhờ giá bán theo VND tăng nhẹ 3,8% trong khi chi phí tôm nguyên liệu tăng nhẹ 3,1% do giá bán tôm nguyên liệu tăng khi mức tồn kho tôm thấp.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sản lượng xuất khẩu giảm sâu hơn so với dự phóng do mất thị phần vào tay các nước khác.
- Giá tôm nguyên liệu tăng cao ảnh hưởng lên biên gộp.

Bảng 1: Dự phóng kết quả kinh doanh của FMC

	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Kim ngạch xuất khẩu (triệu USD)	234,46	206,76	250,86	275,19	303,16	331,02	358,41
YoY	7%	-12%	21%	10%	10%	9%	8%
Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn)	18,054	17,342	22,032	23,991	26,214	28,567	30,851
YoY	1%	-4%	27%	9%	9%	9%	8%
Giá bán tôm trung bình (USD/kg)	12,754	11,923	11,386	11,47	11,565	11,588	11,618
YoY	6%	-7%	-4%	0,7%	0,8%	0,2%	0,3%

Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Mức thuế Chống bán phá giá (CPBG) được hoàn của FMC qua các năm

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
LNST CDM	226	267	309	276	280	373
Mức thuế CBPG được hoàn trong năm	23	42	44	48	0	42
Tỷ lệ thuế CPBG được hoàn trên LNST CDM	10%	16%	14%	17%	0%	11%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Sản lượng xuất khẩu tăng nhờ duy trì sản phẩm tôm giá trị gia tăng chất lượng cao và giá bán cạnh tranh tại Mỹ và Nhật.
- Giá bán tăng nhẹ năm 2025 nhờ mức nền thấp và thấp hơn ước tính giá bán của World bank tại mức tăng 4,6% YoY khi mức độ cạnh tranh còn cao.
- Mức thuế chống bán phá giá (CBPG) tại Mỹ của FMC kỳ vọng được hoàn lại năm sau nhờ giá bán cao hơn đối thủ và kinh nghiệm xử lý thuế.

Bảng chỉ số tài chính của FMC

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.199	5.702	5.087	6.913	7.806	8.633
Tôm	5.048	5.488	4.928	6.772	7.651	8.470
Nông sản	151	214	159	141	155	163

Tăng trưởng YoY (%)

Doanh thu	17,75%	9,66%	-10,77%	35,88%	12,92%	10,59%
LNST CDM	18,18%	15,72%	-10,66%	11,16%	23,08%	1,64%

Khả năng sinh lời (%)

Biên LN gộp	10,18%	10,97%	9,69%	10,90%	11,13%	11,17%
Biên LN ròng	5,14%	5,42%	5,43%	4,44%	4,84%	4,45%
ROE	13,51%	14,60%	12,36%	11,48%	12,58%	11,55%

Cấu trúc tài chính (%)

Tổng vay/VCSH	26,78%	29,20%	33,43%	23,67%	20,63%	14,50%
---------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và P/E mục tiêu trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của FMC ở mức 50.000 đ/cp.

Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ lệ	
FCFF	50%	24.800
PE (8,7x)	50%	25.200
Giá mục tiêu (làm tròn)		50.000
P/E mục tiêu (2025)		8,65
Upside		11%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng định giá dài hạn bằng phương pháp FCFF

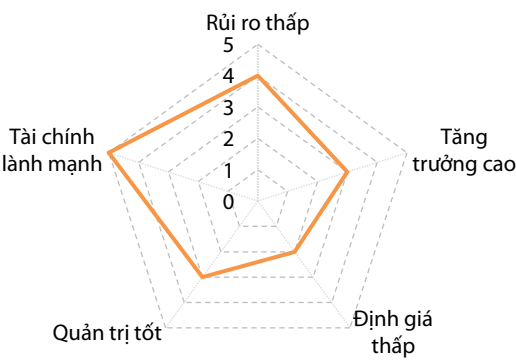
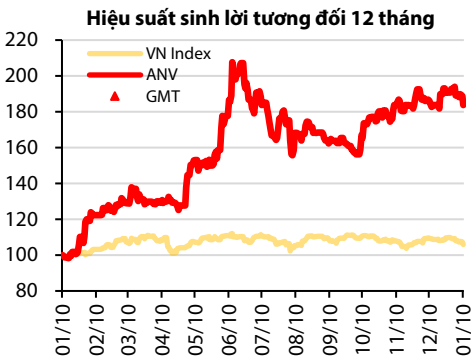
WACC	EV/EBITDA					
		4,6	5,6	6,6	7,6	8,6
	11,9%	41.403	47.402	53.402	59.402	65.401
	12,9%	39.997	45.739	51.480	57.221	62.963
	13,9%	38.661	44.158	49.654	55.151	60.647
	14,9%	37.391	42.655	47.919	53.183	58.447
	15,9%	36.183	41.227	46.270	51.313	56.356

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

KHÔNG ĐÁNH GIÁ

GTT: 18.000

GMT: N/A



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,952
SLCPĐLH (triệu CP)	266
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	1,796
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	34
SH NĐTNN còn lại (%)	47.8
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	14,08 - 21,35

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.439	4.657	5.124
LNST-CĐM (tỷ đồng)	39	107	227
ROA (%)	0,76	1,72	3,37
ROE (%)	1,36	2,49	4,75
EPS (đồng)	290	401	851
GTSS (đồng)	21.346	15.974	17.131
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	500	500
P/E (x)	106,1	44,9	21,1
P/B (x)	1,5	1.13	1.05

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Năm 2025 kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận nhờ cải thiện biên gộp trong khi xuất khẩu cá tra tăng trưởng yếu

Doanh thu năm 2025 ước tính tăng chủ yếu nhờ sản lượng tăng 6% YoY trong khi giá bán tăng nhẹ 2% trên mức nền thấp.

- Sản lượng tăng nhờ chiếm thị phần các loại cá khác như cá hồi ở **mảng cá xẻ bướm/cắt khúc** nhưng khó tăng cao so với năm 2024 (+12% YoY) khi nền kinh tế Trung Quốc dự kiến tăng trưởng chậm lại so với năm 2024.
- Giá bán có khả năng tăng nhẹ trên mức nền thấp khi giá bán của ANV liên tục giảm kể từ năm 2022. Giá bán trung bình năm 2024 của ANV giảm 9% YoY theo Agromonitor.

Biên gộp năm 2025 cải thiện 280bps YoY chủ yếu nhờ giá cá nguyên liệu tự nuôi giảm 2% YoY do giá đầu tương giảm 4% YoY trong khi giá bán tăng nhẹ 2%.

Mảng C&G của ANV chưa thật sự khả quan khi nhu cầu tiêu thụ của Amicogen còn thấp, tương đương 800 tấn C&G ở giai đoạn 1. Sản lượng sản xuất C&G hiện nay đã lấp đầy công suất giai đoạn 1 nhưng doanh nghiệp chưa có ý định mở rộng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Mức thuế nhập khẩu tại Mỹ sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- Thị trường Trung Quốc hồi phục chậm hơn kỳ vọng.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

