

CÔNG TY CỔ PHẦN NAM VIỆT (HSX: ANV)

Nguyễn Lê Thành Đạt

Chuyên viên phân tích

 Email: datnlt2@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7583

Giá hiện tại:

23.350

Giá mục tiêu:

20.950

Tăng/(giảm):

-10,3%
Khuyến nghị

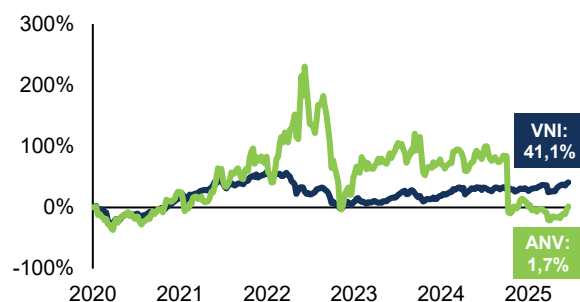
THEO DÕI

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu ANV và VNINDEX



Thông tin giao dịch

08/07/2025

Giá hiện tại (đồng/cp) 23.350

Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp) 25.300

Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) 12.400

Số lượng CP niêm yết (triệu cp) 266

Số lượng CP lưu hành (triệu cp) 266

KLGDBQ 30 ngày (triệu cp/ngày) 3,0

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) 1,0%

Vốn hóa (tỷ đồng) 6.270

EPS Trailing 12 tháng (đồng/cp) 612

P/E Trailing 12 tháng 38x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên Công ty Cổ phần Nam Việt

Địa chỉ 19D Trần Hưng Đạo, Mỹ Quý, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang

HKKD chính Chế biến, bảo quản thủy sản và sản phẩm từ thủy sản

Chi phí chính Thức ăn nuôi cá tra

Yếu tố theo dõi Nhu cầu tiêu thụ giảm do dịch bệnh và kinh tế ảm đạm

Kết quả đàm phán Việt Nam và khối Mercosur

Kết quả thuế đối ứng tại Mỹ

ĐẠT ĐỈNH LỢI NHUẬN NHỜ GIÁ XUẤT KHẨU TĂNG MẠNH VÀ GIÁ THÀNH NUÔI CÁ GIẢM

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu ANV với giá mục tiêu 20.950 đồng/cổ phiếu, thấp hơn -10,3% so với giá đóng cửa ngày 08/07/2025. Nhà đầu tư có thể chờ mua ANV khi đạt mức giá 17.500 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi nhuận kỳ vọng đạt 20,0%, cùng với những luận điểm sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận sau thuế dự kiến tăng đột biến trong năm 2025 và đạt đỉnh năm 2026 khi giá xuất khẩu tăng mạnh và giá nguyên liệu giảm

Trong giai đoạn 2025F - 2026F, lợi nhuận sau thuế của ANV dự kiến lần lượt đạt 668 tỷ đồng (+1.295,6% YoY) và 793 tỷ đồng (+18,8% YoY), tương ứng với biên lợi nhuận sau thuế cải thiện lần lượt +12,2 đpt YoY và +0,6 đpt YoY. Nguyên nhân chủ yếu nhờ (1) Giá xuất khẩu lần lượt tăng +11,0% YoY và +2,5% YoY khi thiếu hụt cá tra nguyên liệu và (2) Giá thành nuôi cá tra nguyên liệu giảm -13,2% YoY và duy trì ở mức thấp trong năm 2026 nhờ nguồn cung bã đậu nành dồi dào.

Năm 2027, lợi nhuận sau thuế của ANV dự kiến giảm còn 655 tỷ đồng (-17,4% YoY), trước khi tăng trưởng kép +10,8%/năm trong giai đoạn 2027F - 2029F. Khi đó, biên lợi nhuận sau thuế của ANV năm 2027 tương ứng đạt 10,9% (-2,9 đpt YoY) bởi giá xuất khẩu giảm -3,8% YoY khi nguồn cung cá tra nguyên liệu gia tăng do (i) mở rộng nuôi trồng và (ii) đề án liên kết sản xuất tại Đồng bằng sông Cửu Long dần hoàn thiện.

Mảng cá tra (97% doanh thu) kỳ vọng tăng trưởng tích cực dài hạn

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của ANV trong giai đoạn 2025F – 2029F kỳ vọng tăng trưởng với tốc độ trung bình lần lượt đạt 9,4%/năm và 4,8%/năm. Trong đó, động lực tăng trưởng đến từ (1) **Thị trường xuất khẩu**: Nhu cầu tiêu thụ tăng +9,1%/năm bởi cá tra Việt Nam có lợi thế giá rẻ khi (i) miễn thuế thông qua FTA và (ii) hưởng lợi về chênh lệch thuế suất so với cá thịt trắng khác ([Chi tiết](#)) và (2) **Thị trường nội địa**: Doanh thu ước tăng +11,5%/năm nhờ (i) nhu cầu sản phẩm đông lạnh gia tăng bởi sự tiện lợi và (ii) mở rộng phân phối đến chuỗi Bách Hóa Xanh ([Chi tiết](#)).

YẾU TỐ THEO DÕI

Nhu cầu tiêu thụ toàn cầu giảm khi dịch bệnh bùng phát ([Chi tiết](#)).

Nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ suy giảm khi chịu thuế đối ứng cao ([Chi tiết](#)).

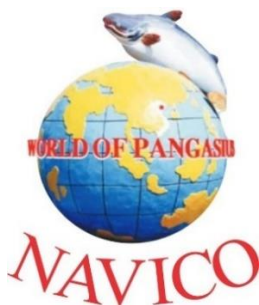
Kết quả đàm phán giữa Việt Nam và Mercosur tại Nam Mỹ ([Chi tiết](#)).

Kết quả kháng cáo và thuế đối ứng chính thức tại Mỹ ([Chi tiết](#)).

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành

Logo CTCP Nam Việt



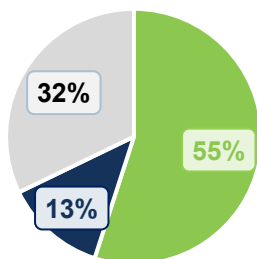
Công ty cổ phần Nam Việt (HOSE: ANV) được thành lập năm 1993 tại tỉnh An Giang, với vốn điều lệ ban đầu là 27 tỷ đồng.

Năm 2007, Công ty cổ phần Nam Việt được niêm yết lần đầu trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Tính đến Q1/2025, vốn điều lệ của ANV đạt 2.663 tỷ đồng, gấp 04 lần so với lần đầu niêm yết.

ANV hiện là doanh nghiệp có quy mô xuất khẩu lớn thứ hai trong mảng xuất khẩu cá tra tại Việt Nam. Bên cạnh đó, ANV cũng mở rộng sang các mảng kinh doanh khác như collagen & gelatin, điện mặt trời và phân bón kể từ năm 2020.

2. Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch Doãn Tới là cổ đông lớn nhất của ANV



- Ông Doãn Tới
- Ông Doãn Chí Thanh
- Khác

Cơ cấu cổ đông của ANV khá cô đặc, trong đó khoảng 68% cổ phần bị chi phối bởi gia đình ông Doãn Tới - Chủ tịch HĐQT của ANV. Tính đến tháng 06/2025, ông Doãn Tới là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu ~55% tổng số cổ phần, và ông Doãn Chí Thanh (con ông Doãn Tới) chiếm ~13% tổng số cổ phần ANV.

Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

3. Cơ cấu tổ chức

ANV sở hữu 6 công ty con hoạt động kinh doanh trong 2 ngành chính là Thủy sản và Điện. Bên cạnh đó, ANV liên doanh với Amicogen Group (Hàn Quốc), sở hữu 50% vốn cổ phần công ty TNHH Amicogen Nam Việt (Aminavio) để sản xuất và kinh doanh collagen & gelatin chiết xuất từ cá tra. Cụ thể ở bảng sau:

Cơ cấu tổ chức của ANV

Ngành (*)	Tên công ty	Hoạt động kinh doanh chính	Vốn góp (Tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu
Thủy sản	Công ty TNHH MTV Ấn Độ Dương	Chế biến và bảo quản thủy sản	36	100%
	Công ty TNHH MTV Nuôi trồng Thủy sản Nam Việt Bình Phú	Nuôi trồng thủy sản nội địa	540	100%
	Công ty TNHH MTV Chế biến Thức ăn Thủy sản Nam Việt	Sản xuất thức ăn thủy sản	200	100%
Điện	Công ty TNHH MTV Nam Việt Solar	Sản xuất điện năng lượng mặt trời	180	100%
	Công ty TNHH MTV Ấn Độ Dương Solar	Sản xuất điện năng lượng mặt trời	5	100%
	Công ty TNHH MTV Đại Tây Dương Solar	Sản xuất điện năng lượng mặt trời	5	100%
Phân bón	Công ty TNHH MTV Phân bón Hữu cơ Nam Việt ¹	Sản xuất phân bón và hợp chất nitơ	5	100%
Công nghiệp	Công ty TNHH Amicogen Nam Việt	Sản xuất collagen và gelatin	69	50%

(*) Phân loại theo Hệ thống ngành kinh tế Việt Nam

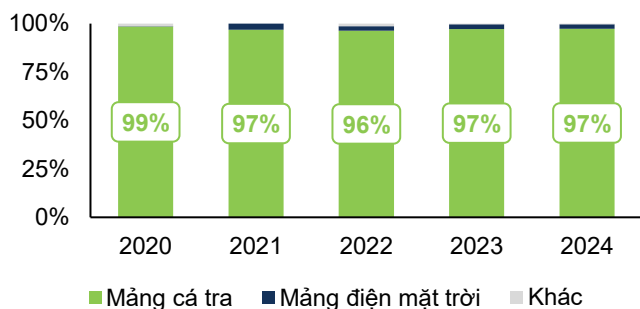
Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp

¹ Theo Nghị quyết số 43/NQ-HĐQT được ANV công bố ngày 05/05/2025, ANV đưa ra quyết nghị giải thể Công ty TNHH MTV Phân bón hữu cơ Nam Việt do không còn nhu cầu hoạt động kinh doanh. Trong đó, công ty không có các hợp đồng và khoản nợ cần thanh lý.

4. Hoạt động kinh doanh chính

Chúng tôi tập trung phân tích hoạt động kinh doanh mảng cá tra (chiếm 97% doanh thu của ANV). Trong đó, mảng cá tra của ANV bao gồm (1) *Thành phẩm đông lạnh* (84% doanh thu) – chủ yếu là cá tra fillet và nguyên con đông lạnh; (2) *Phụ phẩm* (6% doanh thu) - thức ăn cho gia súc hoặc thực phẩm chế biến từ cá tra; (3) *Cá tra nguyên liệu* (6% doanh thu) và (4) *Thức ăn cá tra* (1% doanh thu).

Mảng cá tra đóng góp 97% doanh thu của ANV



Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp và ước tính

Ngoài ra, doanh thu sản phẩm collagen và gelatin từ công ty liên doanh Amicogen Nam Việt chưa đóng góp đáng kể và chỉ dừng lại ở phân phối tới một số đối tác.

Các sản phẩm của ANV chủ yếu được tiêu thụ tại thị trường xuất khẩu (chiếm ~65% doanh thu năm 2024). Trong đó, khoảng 80% doanh thu xuất khẩu đến từ các thị trường Trung Quốc, Mỹ Latin, Mỹ và Thái Lan.

B. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2025 CỦA ANV

Trong năm 2025, ANV đặt kế hoạch tham vọng với doanh thu và lợi nhuận trước thuế ước tính lần lượt đạt 6.600 tỷ đồng (+34,4% so với TH2025) và 500 tỷ đồng (+532,9% so với TH2025) với động lực tăng trưởng đến từ (1) Nhu cầu tiêu thụ cá tra tăng mạnh tại thị trường trường Mỹ Latin, đặc biệt từ Brazil và (2) Giải phóng được lượng lớn tồn kho cá tra giá rẻ còn tồn đọng ở năm 2024.

Tính đến Q1/2024, ANV ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực với doanh thu thuần đạt 1.106 tỷ đồng, tăng +8,9% YoY và lợi nhuận sau thuế đạt 132 tỷ đồng, tăng mạnh +681,0% YoY. Cụ thể được trình bày ở bảng sau:

Đơn vị: Tỷ đồng

Chỉ tiêu	Q1/2025	%YoY	%KH 2025	Nhận xét
Doanh thu thuần	1.106	+8,9%	16,8%	Doanh thu mảng cá tra trong Q1/2025 đạt 1.071 tỷ đồng (+8,8% YoY) được thúc đẩy bởi nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu tăng trưởng sau giai đoạn kinh tế ảm đạm (Phụ lục 1). Trong đó, tăng trưởng từ thị trường châu Mỹ bù đắp cho sự sụt giảm của thị trường chủ lực Trung Quốc.
Mảng cá tra	1.071	+8,8%		
Mảng điện mặt trời	30	+10,5%		
Mảng khác	5	+9,3%		
Lợi nhuận gộp	224	+120,9%		Lợi nhuận gộp của ANV trong Q1/2025 đạt 224 tỷ đồng, tăng mạnh +120,9% YoY nhờ (1) giá xuất khẩu tăng mạnh khi (i) thiếu hụt nguồn cung cá tra nguyên liệu và (ii) chuyển dịch cơ cấu sang các thị trường xuất khẩu có giá bán cao và (2) chi phí nuôi cá tra nguyên liệu giảm nhờ giá bã đậu nành giảm khi sản lượng thu hoạch dồi dào.
<i>Biên gộp (%)</i>	20,2%	+10,2 đpt		
Chi phí bán hàng (CPBH)	51	+46,5%		Tỷ lệ CPBH/doanh thu thuần trong Q1/2025 đạt 4,6% (+1 đpt YoY) do chi phí vận chuyển tăng +72,1% YoY khi ANV tăng tỷ trọng xuất khẩu sang châu Mỹ với chi phí vận chuyển cao.
<i>CPBH/DTT (%)</i>	4,6%	+1 đpt		
Lợi nhuận từ HĐKD	155	+216,3%		
Thu nhập tài chính	4,6	-12,0%		Chi phí lãi vay của ANV trong Q1/2025 giảm mạnh -29,7% YoY chủ yếu do ANV giảm tỷ lệ vay nợ/vốn chủ sở hữu còn ~50% (-17 đpt YoY) chủ yếu nhờ giảm mạnh vay nợ -22,4% YoY.
Chi phí tài chính	17	-29,4%		
Chi phí lãi vay	16	-29,7%		
Lợi nhuận trước thuế	144	+373,7%	28,8%	
Lợi nhuận sau thuế	132	+681,0%		

Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp và ước tính

Bên cạnh đó, theo chia sẻ của ANV tại Đại hội cổ đông năm 2025, lợi nhuận trước thuế của công ty đến 6T2025 ước tính đạt khoảng 500 tỷ đồng (+1710,3% YoY) và đã đạt 100% kế hoạch của năm 2025. Nguyên nhân tăng trưởng đột biến đến từ (1) Nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Nam Mỹ tăng mạnh đặc biệt tại thị trường Brazil; (2) Giá thức ăn chăn nuôi giảm nhờ chi phí nguyên liệu giảm trong bối cảnh sản lượng thu hoạch lớn và (3) Giảm thiểu chi phí tồn kho và chi phí nuôi cá dưới ao giảm mạnh.

1. Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu xuất khẩu phục hồi sau giai đoạn kinh tế kém khả quan, ngược lại nhu cầu tiêu thụ nội địa giảm mạnh

Chỉ tiêu	Q1/2025	%YoY	Nhận xét
Tổng cộng	1.071	+8,8%	Trong Q1/2025, doanh thu mảng cá tra của ANV tăng trưởng tích cực, ước tính đạt 1.071 tỷ đồng (+8,8% YoY). Trong đó, động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ xuất khẩu tích cực sau giai đoạn kinh tế kém khả quan, trong khi doanh thu trong nước giảm mạnh -33,2% YoY do tồn kho tại các chuỗi phân phối cao.
Xuất khẩu	812	+35,2%	
Mỹ Latin (*)	207	+132,1%	Xét doanh thu các thị trường xuất khẩu của ANV, tăng trưởng từ khu vực Mỹ Latin (Chủ yếu xuất khẩu cho Brazil và Mexico) và thị trường Mỹ sau giai đoạn kinh tế kém khả quan bù đắp cho sự sụt giảm doanh thu của thị trường chủ lực Trung Quốc.
Thái Lan	90	+3,5%	
Mỹ	65	+38,3%	
EU và UK	60	+12,9%	
Trung Quốc	47	-78,8%	
Khác	343	+234,3%	
Trong nước	259	-33,2%	

Nguồn: ANV, FPTS tổng hợp và ước tính

Tại thị trường Mỹ Latin (chiếm 19,3% doanh thu), doanh thu Q1/2025 ước tính đạt 207 tỷ đồng, tăng mạnh +132,1% YoY. Trong đó, động lực chính là thị trường Mexico (+993,3% YoY) và Brazil (+136,2% YoY). Nguyên nhân do (1) ANV thành công mở rộng hợp tác với các đối tác bán sỉ lớn tại khu vực Mỹ Latin; và (2) Cá tra Việt Nam có lợi thế cạnh tranh về giá so với các loại cá thịt trắng khác. Cụ thể, cá tra Việt Nam (i) được miễn thuế nhập khẩu theo Hiệp định Đối tác Xuyên thái Bình Dương (CPTPP) với Mexico và (ii) có chi phí nuôi trồng cá tra nguyên liệu thấp nhờ điều kiện nuôi trồng thuận lợi tại Đồng bằng sông Cửu Long.

Tại thị trường Thái Lan (chiếm 8,4% doanh thu), doanh thu Q1/2025 ước tính đạt 90 tỷ đồng (+3,5% YoY), tương đương so với cùng kỳ do nhu cầu tiêu thụ tại phân khúc nhà hàng phục vụ cho du lịch (cá tra của ANV chủ yếu được tiêu thụ tại đây) tăng trưởng thấp, thể hiện qua lượng khách du lịch tại Thái Lan trong ước tính tăng nhẹ +1,9% YoY.

Tại thị trường Mỹ (chiếm 6,1% doanh thu), doanh thu Q1/2025 ước tính đạt 65 tỷ đồng (+38,3% YoY) và chiếm ~3,5% thị phần tại Mỹ, nhờ hợp tác với các đối tác phân phối thủy sản lớn và kết nối lại với tệp khách hàng từ năm 2014. Trong đó, tệp khách hàng của ANV chủ yếu là khách hàng của 03 doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu dẫn đầu tại Mỹ (gồm CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC), Vạn Đức Tiền Giang và Biển Đông, chiếm ~80% thị phần) có nhu cầu đa dạng hóa nhà cung cấp với giá tốt hơn. Chúng tôi đánh giá hoạt động xuất khẩu của ANV trong ngắn hạn không chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi thuế chống bán phá giá khi ANV được duy trì mức thuế 0 USD/kg sau kỳ POR20 gần nhất và không có chênh lệch so với các doanh nghiệp khác ([Phụ lục 2](#)).

Tại thị trường EU và UK (chiếm 5,6% doanh thu), doanh thu Q1/2025 ước tính đạt 60 tỷ đồng (+12,9% YoY) nhờ cá tra Việt Nam gia tăng lợi thế cạnh tranh về giá so với các loại cá thịt trắng khác khi được (i) hưởng thuế suất 0% theo Hiệp định EVFTA và Hiệp định UKTFTA và (ii) cá minh thái Alaska nhập khẩu từ Nga vào EU bị áp thuế 13,7% do ảnh hưởng chiến tranh Nga – Ukraine.

Tại thị trường Trung Quốc (chiếm 4,4% doanh thu), doanh thu sang thị trường chủ lực ước đạt 47 tỷ đồng trong Q1/2025, giảm mạnh -78,8% YoY. Nguyên nhân do (1) Nhu cầu tiêu thụ tiếp tục suy yếu khi chịu ảnh hưởng kép từ chính sách Zero COVID (2020 – 2022) cùng khủng hoảng bất động sản ([Phụ lục 3](#)) và (2) Mức độ cạnh tranh tăng khi Trung Quốc nới lỏng nhập khẩu cá tra tiểu ngạch (~25% lượng nhập khẩu tại Trung Quốc) sau giai đoạn Zero COVID.

Tại thị trường trong nước (chiếm 24,2% doanh thu), doanh thu ghi nhận đạt 259 tỷ đồng (-33,2% YoY) chủ yếu do (1) Lượng tồn kho các sản phẩm cá tra đông lạnh tại các chuỗi siêu thị duy trì ở mức cao và (2) Nhu cầu tiêu thụ còn thấp bởi thị hiếu của người tiêu dùng nội địa đối với cá tra còn hạn chế và có nhiều loại hải sản tươi sống thay thế.

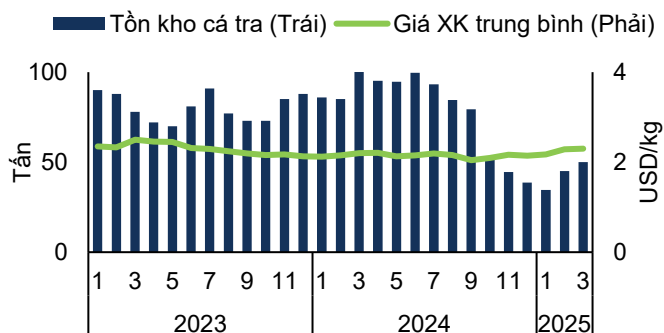
2. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ hưởng lợi kép từ giá xuất khẩu tăng và chi phí nuôi trồng giảm

Biên lợi nhuận gộp của ANV trong Q1/2025 ước tính đạt 20,2%, tăng mạnh +10,2 đpt YoY và +12,7 đpt QoQ nhờ (1) Giá xuất khẩu trung bình gia tăng ở các thị trường trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung, và (2) Chi phí nuôi cá tra nguyên liệu (trong đó, thức ăn chiếm ~85% chi phí nuôi cá tra nguyên liệu) có xu hướng giảm. Cụ thể:

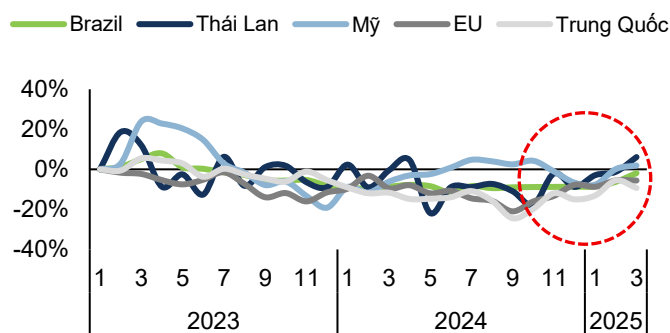
Giá xuất khẩu trung bình của ANV ước tính tăng +12,2% YoY và +3,1% QoQ chủ yếu nhờ (1) Thiếu hụt nguồn cung cá tra nguyên liệu toàn ngành trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ duy trì tăng trưởng ở phần lớn các thị trường xuất khẩu; (2) Tỷ trọng đóng góp từ thị trường chủ lực Trung Quốc với giá bán thấp giảm mạnh còn ~7% (-29 đpt YoY).

Giá xuất khẩu trung bình toàn ngành tăng do thiếu hụt nguồn cung cá tra nguyên liệu

Giá cá tra xuất khẩu trung bình một số thị trường chủ lực của ANV có xu hướng do thiếu nguồn cung



Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

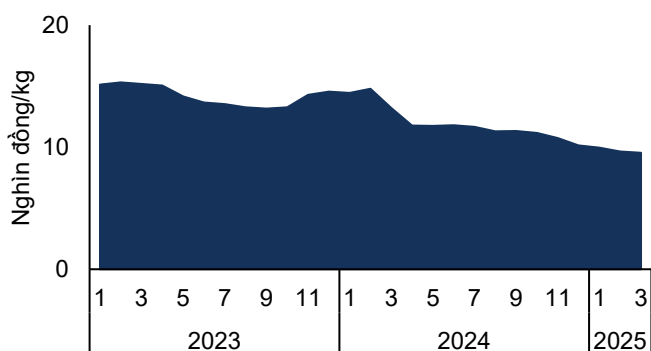


Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

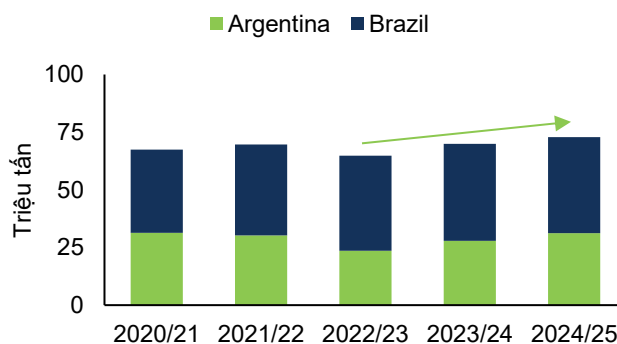
Giá nguyên liệu thức ăn nuôi cá tra duy trì xu hướng giảm kể từ 2023 nhờ sản lượng thu hoạch dồi dào. Cụ thể, giá bã đậu nành (chiếm ~60% tổng chi phí) nhập khẩu từ Nam Mỹ² về Việt Nam trong Q1/2025 trung bình đạt 9.710 đồng/kg, giảm -31,4% YoY và -9,2% QoQ chủ yếu do (1) Nguồn cung dồi dào từ Argentina và Brazil nhờ thời tiết nuôi trồng thuận lợi cùng các yếu tố về địa chính trị hạ nhiệt và (2) Nhu cầu mua tích trữ thấp của các doanh nghiệp chăn nuôi với kỳ vọng giá thấp hơn trong bối cảnh dư thừa nguồn cung và môi trường kinh doanh không thuận lợi.

Giá nhập khẩu bã đậu nành từ Nam Mỹ về Việt Nam có xu hướng giảm do dư thừa cung

Sản lượng thu hoạch bã nành ở các quốc gia xuất khẩu lớn tăng nhờ điều nuôi trồng thuận lợi



Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp

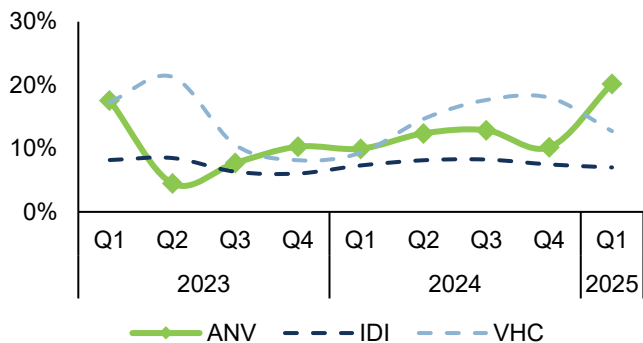


Nguồn: USDA, FPTS tổng hợp

² Các doanh nghiệp Việt Nam và ANV nói riêng nhập khẩu bã nành từ Argentina và Brazil do (1) Nguồn cung dồi dào (~65% lượng xuất khẩu toàn cầu) và (2) Giá nhập khẩu thấp hơn ~50% so với trong nước nhờ quy trình sản xuất chất lượng cao giúp tăng năng suất.

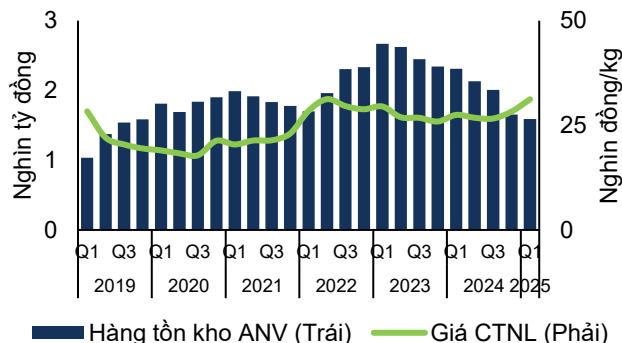
So với các doanh nghiệp trong ngành cùng giai đoạn, ANV có mức tăng trưởng biên lợi nhuận gộp so với cùng kỳ cao nhất. Nguyên nhân đến từ (1) Giá xuất khẩu bình quân ước tính tăng +12,2% YoY do thay đổi trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu; (2) Lượng tồn kho giá rẻ còn tồn đọng trong bối cảnh giá cá tra nguyên liệu toàn ngành tăng kể từ đầu Q1/2023 bởi (i) tình hình xuất khẩu kém khả quan tại thị trường chủ lực Trung Quốc và (ii) tự chủ 100% cá tra nguyên liệu, cao hơn VHC và IDI ở 70% và 85%.

Biên lợi nhuận gộp của ANV cải thiện vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

ANV có lượng tồn kho lớn với giá vốn thấp trong giai đoạn 2023 – 2024



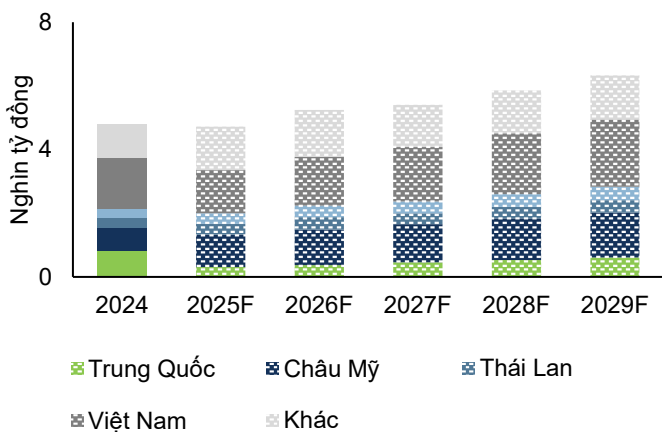
Nguồn: ANV, Agromonitor, FPTIS tổng hợp và ước tính

C. TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ CỦA ANV

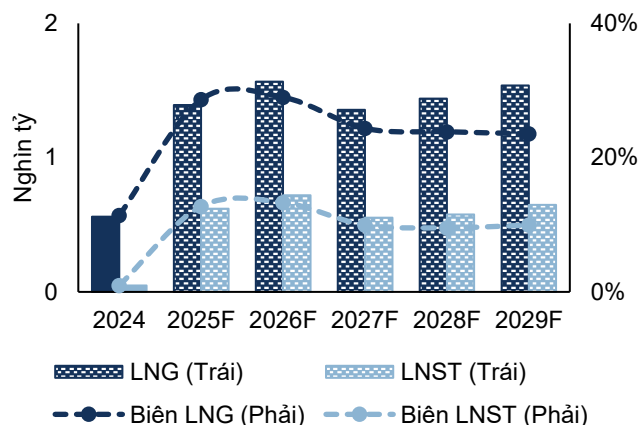
I. TRIỂN VỌNG KINH DOANH CỦA ANV (Quay lại)

Doanh thu của ANV dự kiến giảm nhẹ trong năm 2025 trước khi tăng trưởng trong dài hạn

Dự phóng lợi nhuận gộp (LNG) và lợi nhuận sau thuế (LNST) của ANV tăng trưởng tích cực trong dài hạn



Nguồn: FPTIS dự phóng



Nguồn: FPTIS dự phóng

Doanh thu của ANV năm 2025 dự phóng đi ngang so với mức nền cao cùng kỳ, đạt 5.068 tỷ đồng (+3,2% YoY). Nguyên nhân do kết quả kinh doanh khả quan tại thị trường châu Mỹ (Bao gồm Mỹ Latin và Mỹ) bù đắp cho kết quả tiêu cực tại thị trường Trung Quốc và thị trường nội địa.

Giai đoạn 2025F – 2029F, doanh thu ANV dự kiến tăng trưởng với CAGR = +9,4%/năm nhờ

- (1) **Thị trường xuất khẩu:** Doanh thu ước tính tăng trưởng +8,5%/năm và đóng góp ~70% tổng doanh thu của ANV và
- (2) **Thị trường nội địa:** Doanh thu kỳ vọng tăng trưởng +11,5%/năm và tỷ trọng đóng góp doanh thu cho ANV đạt ~30%.

Lợi nhuận sau thuế của ANV dự kiến tăng đột biến trong 2025F – 2026F trước khi hạ nhiệt. Trong giai đoạn 2025F - 2026F, LNST dự kiến lần lượt đạt 668 tỷ đồng (+1.295,6% YoY) và 793 tỷ đồng (+18,8% YoY) chủ yếu nhờ (1) Giá xuất khẩu tăng +11,0% YoY trong năm 2025 khi thiếu hụt cá tra nguyên liệu và (2) Giá thành nuôi cá tra nguyên liệu giảm -13,2% YoY trong 2025 và duy trì trong 2026 nhờ nguồn cung bã đậu nành dồi dào.

Sau đó, lợi nhuận sau thuế năm 2027 dự kiến giảm còn 655 tỷ đồng (-17,4% YoY), trước khi tăng trưởng +10,8%/năm trong giai đoạn 2027F – 2029F, do giá xuất khẩu giảm -3,8% YoY khi nguồn cung cá tra nguyên liệu gia tăng do (i) mở rộng nuôi trồng và (ii) đề án liên kết sản xuất tại ĐBSCL dần hoàn thiện. Các giả định dự phóng hoạt động kinh doanh ANV giai đoạn 2025F – 2029F được chúng tôi trình bày trong bảng sau:

Chỉ tiêu	Giả định
Doanh thu	Năm 2025, doanh thu của ANV ước đạt 5.068 tỷ đồng (+3,2% YoY) trong đó (i) thị trường xuất khẩu đạt 3.564 tỷ đồng (+11,0% YoY) nhờ giá bán tăng +11,0% YoY do thiếu hụt cá tra nguyên liệu và (ii) thị trường nội địa đạt 1.504 tỷ đồng (-11,6% YoY) do tồn kho tại các chuỗi phân phối cao. Giai đoạn 2025F – 2029F, doanh thu của ANV dự kiến tăng với CAGR = +9,4%/năm với động lực tăng trưởng đến từ: (1) Thị trường xuất khẩu: Nhu cầu tiêu thụ tăng +9,1%/năm bởi cá tra Việt Nam có lợi thế giá rẻ khi (i) miễn thuế thông qua FTA và (ii) hưởng lợi về chênh lệch thuế suất so với cá thịt trắng khác (Chi tiết) (2) Thị trường nội địa: Doanh thu ước tính tăng +11,5%/năm nhờ (i) nhu cầu sản phẩm đông lạnh gia tăng bởi sự tiện lợi và (ii) mở rộng phân phối đến chuỗi Bách Hóa Xanh (Chi tiết).
Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận gộp ANV năm 2025 ước tính đạt 29,2% (+17,8 đpt YoY) và đạt đỉnh trong năm 2026 ở 29,7% (+0,5 đpt YoY) nhờ (1) Giá xuất khẩu tăng mạnh và (2) Giá bã đậu nành nuôi cá tra nguyên liệu duy trì ở mức giá thấp nhờ sản lượng thu hoạch dồi dào. Biên lợi nhuận gộp của ANV kỳ vọng năm 2027 ước đạt 25,6%, giảm -4,1 đpt YoY, trước khi ổn định và đi ngang trong giai đoạn 2027F – 2029F do (1) Giá bã đậu nành có xu hướng tăng nhẹ do nhu cầu chăn nuôi gia tăng; (2) Giá xuất khẩu cá tra giảm bởi nguồn cung dồi dào đến từ việc (i) mở rộng nuôi trồng của các hộ dân và (ii) dần hoàn thiện Đề án liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp.
Lợi nhuận trước thuế	Lợi nhuận trước thuế năm 2025 được dự phóng dựa trên giả định tỷ lệ CPBH/doanh thu đạt 7,9% (+2,2 đpt YoY) do (1) Chuyển dịch cơ cấu xuất khẩu sang khu vực có chi phí vận chuyển (CPVC) cao và (2) Xung đột tại Trung Đông khiến CPVC tăng. Tỷ lệ chi phí QLDN/doanh thu được giả định đạt 1,6%. Giai đoạn 2025F – 2029F: Lợi nhuận trước thuế của ANV dự kiến tăng trưởng với CAGR = +1,2%/năm cùng giai đoạn dự phóng. Chúng tôi giả định tỷ lệ CPBH/doanh thu giảm dần còn 5,9% với kỳ vọng xung đột hạ nhiệt. Chúng tôi giữ nguyên giả định tỷ lệ chi phí QLDN/doanh thu trong giai đoạn dự phóng.
Lợi nhuận sau thuế	Lợi nhuận sau thuế của ANV năm 2025 được dự phóng tăng đột biến đạt 668 tỷ đồng (+1.295,6% YoY) và đạt đỉnh với 793 tỷ đồng (+18,8% YoY) trong năm 2026. Giai đoạn 2025F - 2029F, LNST của ANV ước tính tăng trưởng với CAGR = +4,8%/năm.

1. Doanh thu mảng cá tra dự kiến tăng trưởng trong dài hạn nhờ nhu cầu phục hồi ở các thị trường chủ lực

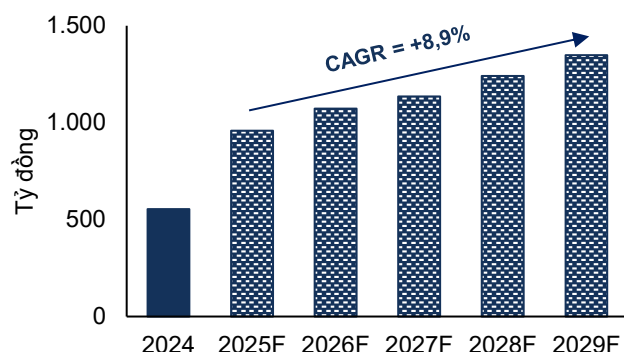
1.1. Thị trường xuất khẩu (~70% doanh thu): Phân hóa trong ngắn hạn trước khi tăng trưởng trong dài hạn

Doanh thu xuất khẩu mảng cá tra của ANV năm 2025 ước tính đạt 3.564 tỷ đồng (+11,0% YoY) và tăng trưởng với CAGR = 8,5%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F. Trong đó, động lực tăng trưởng của ANV đến từ thị trường Mỹ Latin và Mỹ bù đắp cho sự sụt giảm của thị trường Trung Quốc trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ suy yếu. Cụ thể:

1.1.1. Mỹ Latin (~25% doanh thu): Triển vọng tích cực trong dài hạn nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng mạnh

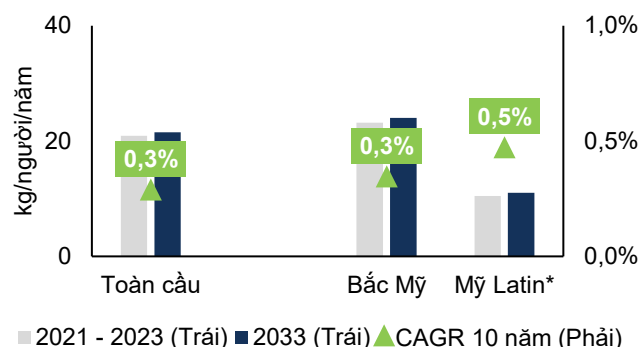
Chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu sang Mỹ Latin của ANV năm 2025 ước tính đạt 958 tỷ đồng (+72,8% YoY) và tăng trưởng với CAGR = +8,9%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F. Trong đó, động lực tăng trưởng đến từ (1) Cá tra Việt Nam kỳ vọng có lợi thế cạnh tranh về giá nhờ được miễn thuế xuất khẩu ([Chi tiết](#)); (2) Nguồn cung cá tại Mỹ Latin suy giảm do khai thác quá mức, theo VASEP và (3) Tiêu thụ cá trên đầu người tại Nam Mỹ tăng trưởng nhanh với CAGR = +0,5%/năm trong giai đoạn 2023 – 2033 và còn nhiều dư địa nhờ (i) Nhu cầu sản phẩm tiện lợi để chế biến tăng do lối sống bận rộn (ii) Nhận thức về cá là nguồn cung cấp đạm lành mạnh thay thế thịt, theo FAO.

Doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ Latin kỳ vọng tăng trưởng tích cực



Nguồn: TAT, FTPS tổng hợp

Nhu cầu tiêu thụ cá trên đầu người tại khu vực Mỹ Latin có tốc độ tăng trưởng cao hơn toàn cầu

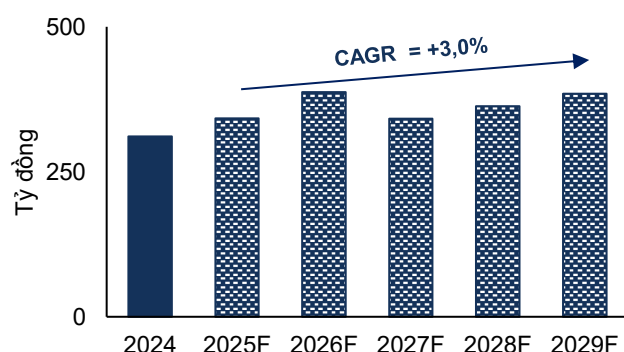


Nguồn: OECD, FTPS tổng hợp

1.1.2. Thái Lan (~10% doanh thu): Tăng trưởng giảm tốc do ngành du lịch có dấu hiệu suy yếu

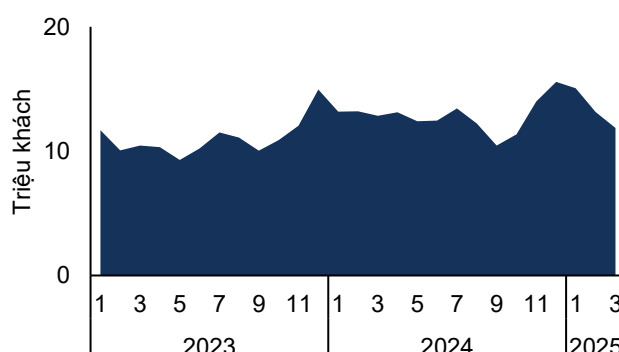
Doanh thu xuất khẩu cá tra sang Thái Lan của ANV năm 2025 ước tính đạt 342 tỷ đồng (+3,7% YoY) và tăng trưởng với CAGR = +3,0%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F. Động lực tăng trưởng chủ yếu nhờ giá xuất khẩu tăng trong ngắn hạn bởi tình trạng thiếu hụt nguồn cung cá tra nguyên liệu ([Chi tiết](#)) trong khi nhu cầu tiêu thụ tại phân khúc nhà hàng du lịch giảm. Cụ thể, Thái Lan dự kiến mất lợi thế so với các nước trong khu vực bởi (1) Khách du lịch lo ngại về vấn đề an toàn khi số lượng các vụ bắt cóc, thiên tai, khủng bố... gia tăng tại các địa điểm du lịch và (2) Trung Quốc (chiếm ~25% lượng khách quốc tế đến Thái Lan hằng năm) đẩy mạnh các chính sách thu hút du lịch nội địa như hoàn thuế 13% cho khách du lịch trong nước và miễn visa cho khách quá cảnh đến quốc gia thứ ba.

Doanh thu xuất khẩu sang Thái Lan kỳ vọng tăng trưởng thấp trong giai đoạn dự phóng



Nguồn: FTPS ước tính

Số lượng du khách tại Thái Lan giảm mạnh kể từ đầu năm 2025 và dự kiến tiếp tục xu hướng giảm



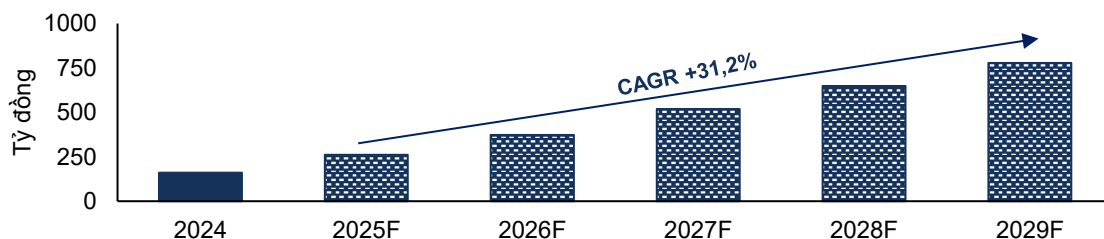
Nguồn: TAT, FTPS tổng hợp

1.1.3. Mỹ (~7% doanh thu): Duy trì tăng trưởng nhờ giá bán cạnh tranh khi kinh tế tồn tại nhiều bất định

Doanh thu xuất khẩu tại thị trường Mỹ của ANV năm 2025 dự kiến tăng +63,2% YoY và tăng trưởng với CAGR = +31,3%/năm trong giai đoạn 2024 – 2029F. Động lực tăng trưởng đến từ (1) Các sản phẩm cá tra của ANV xây dựng được tệp khách hàng có nhu cầu nhập khẩu với giá bán cạnh tranh hơn 5 – 10% so với các đối thủ trong bối cảnh kinh tế bất ổn.

cạnh chi phí tăng cao bởi ảnh hưởng từ thuế quan và (2) Cá tra Việt Nam gia tăng khả năng cạnh tranh so với các loài cá thịt trắng khác trong dài hạn nhờ chênh lệch về thuế suất và các biện pháp cấm vận.

Doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ kỳ vọng tăng trưởng tích cực trong giai đoạn dự phóng



Nguồn: FPTPS dự phóng

Nhu cầu tiêu thụ được thúc đẩy nhờ cá tra Việt Nam duy trì khả năng cạnh tranh với các loại cá thịt trắng khác sau khi bị áp thuế đối ứng do cá rô phi Trung Quốc chịu mức thuế xuất khẩu cao và cá minh thái Nga chế biến gián tiếp qua Trung Quốc bị cấm nhập khẩu vào Mỹ. Cụ thể:

Với cá rô phi Trung Quốc: Cá rô phi nhập khẩu từ Trung Quốc vào Mỹ hiện đang chịu thuế suất 30% sau khi Mỹ - Trung đạt được thỏa thuận tại ngày 12/05/2025. Cùng với đó, cá tra Việt Nam chịu mức thuế suất 10% cho đến khi có mức thuế suất đối ứng chính thức. Trong trường hợp cá tra Việt Nam bị áp thuế suất cao, mặt hàng này vẫn kỳ vọng duy trì được lợi thế giá rẻ so với cá rô phi Trung Quốc. Nguyên nhân do cá rô phi Trung Quốc dự kiến phải chịu thêm thuế suất bổ sung cho đến khi có phán quyết cuối cùng từ Tòa án phúc thẩm Liên bang và có thể mở rộng thời gian kháng cáo khi có phán quyết của Tòa án Tối cao ([Chi tiết](#)).

Với cá minh thái Nga xuất khẩu gián tiếp qua Trung Quốc: Nguồn cung cá minh thái tại Mỹ dự kiến suy giảm do Mỹ đã ban hành Sắc lệnh 14068 mở rộng năm 2024 nhằm trừng phạt Nga liên quan đến cuộc xung đột với Ukraine. Qua đó, Mỹ cấm nhập khẩu thủy sản từ Nga hoặc được chế biến, xuất khẩu từ bên thứ 3 như trường hợp Trung Quốc xuất khẩu cá minh thái Alaska có nguồn gốc từ Nga sang Mỹ.

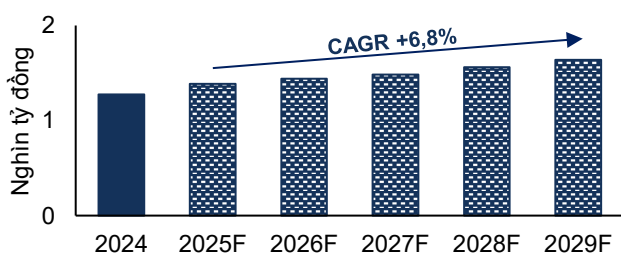
1.1.4. Châu Âu (~10% doanh thu): Triển vọng tích cực nhờ thay đổi xu hướng tiêu dùng và hưởng lợi về chênh lệch thuế suất

Doanh thu xuất khẩu cá tra sang thị trường châu Âu của ANV năm 2025 ước tính đạt 329 tỷ đồng (+7,5% YoY) và tăng trưởng với CAGR = +6,8%/năm giai đoạn 2025F – 2029F nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ thủy sản giá rẻ và (2) Lợi thế về thuế suất so với cá thịt trắng khác.

Với nhu cầu thủy sản giá rẻ, người tiêu dùng có xu hướng ưa chuộng các loại thủy sản giá thấp trong bối cảnh kinh tế kém khả quan được thể hiện qua chỉ số kỳ vọng về kinh tế và việc làm duy trì ở mức thấp, *theo UCN*.

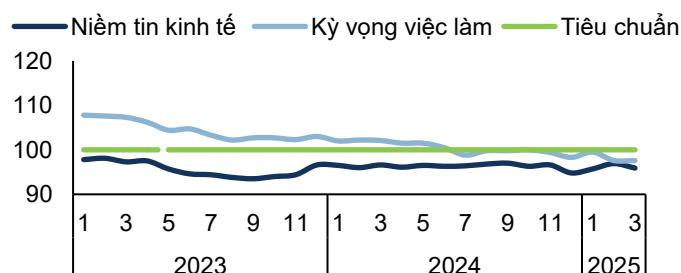
Với lợi thế về thuế suất, cá tra Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh nhờ được hưởng thuế suất 0% thông qua Hiệp định EVFTA và UKVFTA trong khi cá minh thái Nga (chiếm ~35% nguồn cung cá nhập khẩu tại châu Âu) đang bị áp thuế suất 13,7% sau xung đột với Ukraine.

Doanh thu xuất khẩu cá tra của ANV sang châu Âu kỳ vọng tăng trưởng thấp



Nguồn: FPTPS dự phóng

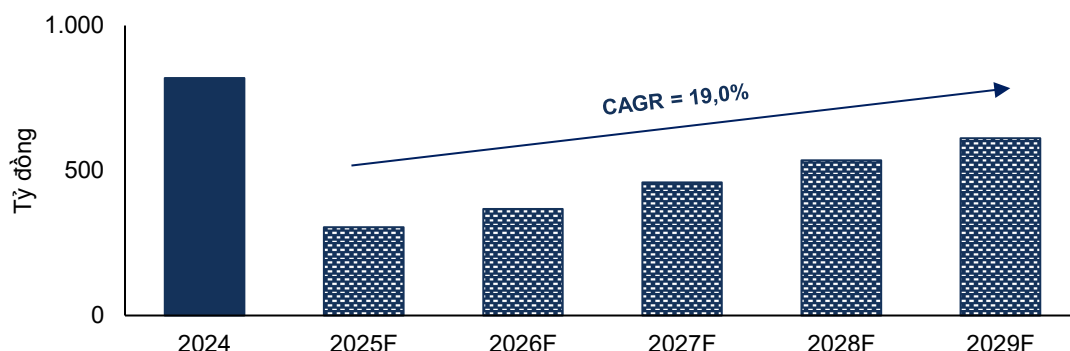
Chỉ số kỳ vọng về kinh tế và việc làm tại EU duy trì ở mức thấp



Nguồn: EC, FPTPS tổng hợp

1.1.5. Trung Quốc (~12% doanh thu): Triển vọng ngắn hạn tiêu cực và khả quan trong dài hạn nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng

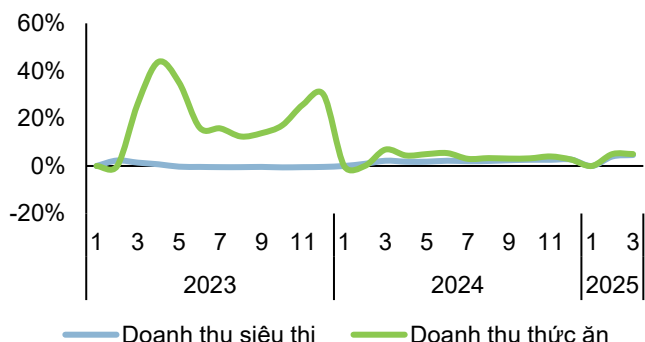
Doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc trong năm 2025 giảm mạnh trước khi phục hồi trong dài hạn



Nguồn: FPTPS dự phóng

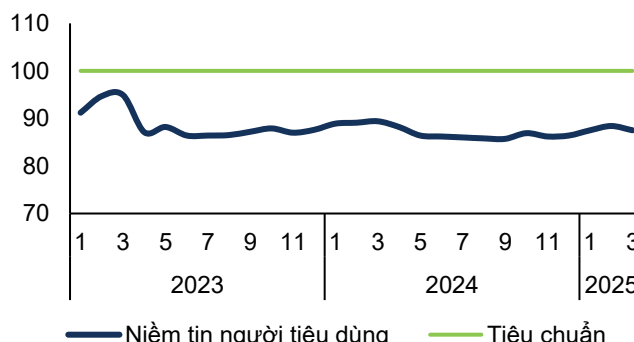
Chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu của ANV tại Trung Quốc năm 2025 đạt 305 tỷ đồng (-62,8% YoY) với nhu cầu tiêu thụ dự kiến giảm mạnh -64,6% YoY. Nguyên nhân do (1) Tăng trưởng doanh thu siêu thị (Kênh hiện đại) và thức ăn (Kênh truyền thống) duy trì ở mức thấp mặc dù Chính phủ đã có những biện pháp kích thích kinh tế³ quy mô lớn kể từ cuối năm 2024 và (2) Người tiêu dùng cân trọng chi tiêu trong bối cảnh kinh tế kém khả quan khi chịu ảnh hưởng kép từ chính sách Zero Covid và khủng hoảng bất động sản, thể hiện qua chỉ số niềm tin chưa có dấu hiệu tích cực (dưới 100 điểm) kể từ năm 2023 đến nay.

Doanh thu kênh siêu thị và thức ăn tại Trung Quốc không tăng trưởng đáng kể so với đầu 2023



Nguồn: NBS, FPTPS tổng hợp và ước tính

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Trung Quốc chưa cải thiện tích cực



Nguồn: OEC, FPTPS tổng hợp

Trong giai đoạn 2025F – 2029F, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc của ANV tăng trưởng với CAGR = +19,0%/năm từ mức nền thấp năm 2025. Động lực tăng trưởng được thúc đẩy bởi (1) Tiêu dùng nội địa kỳ vọng phục hồi khi Trung Quốc có những chính sách kích thích kinh tế trong giai đoạn dự phóng; (2) Nguồn cung đậm từ cá tại Trung Quốc có xu hướng giảm dần do hạn chế đánh bắt và nuôi trồng thủy sản⁴ nhằm bảo vệ môi trường từ năm 2022 và (3) Cá tra Việt Nam gia tăng cạnh tranh khi Trung Quốc tăng thuế nhập khẩu với một số loại thủy sản từ năm 2025, trong đó cá minh thái Alaska và cá tuyết phải chịu mức thuế suất 5%.

³ (1) Cắt giảm 0,5% tỷ lệ dự trữ bắt buộc; (2) Hạ lãi suất cơ sở còn 3,1% và (3) Gói hỗ trợ kinh tế 5 năm 1,4 nghìn tỷ USD (7,7% GDP).

⁴ Theo “Kế hoạch phát triển thủy sản lần thứ 14”, lộ trình 5 năm được ban hành năm 2022. Trong đó (1) Cấm bắt cá ở sông Dương Tử kéo dài 10 năm; (2) Giữ nguyên TAC so với giai đoạn 2016 – 2020 và (3) Giảm đội tàu đánh bắt cỡ lớn và vừa ở vùng ven biển.

1.2. Thị trường nội địa (~30% doanh thu): Triển vọng khả quan nhờ nhu cầu thực phẩm đông lạnh gia tăng và mở rộng kênh phân phối ([Quay lại](#))

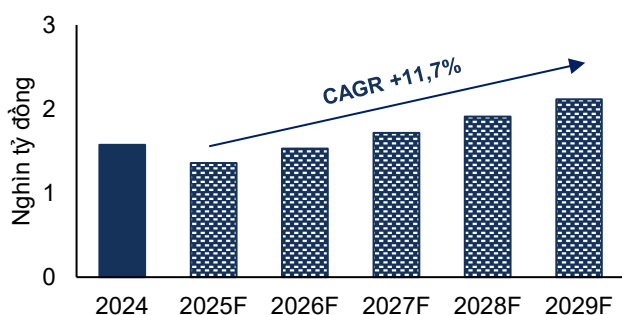
Doanh thu cá tra nội địa của ANV năm 2025 ước tính đạt 1.356 tỷ đồng (-13,8% YoY) chủ yếu do tồn kho tại các chuỗi siêu thị còn lớn trước khi tăng trưởng với CAGR = +11,7%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F. Trong đó động lực tăng trưởng dài hạn đến từ (1) Nhu cầu sản phẩm đông lạnh gia tăng bởi sự tiện lợi và (2) Mở rộng phân phối sản phẩm thông qua chuỗi cửa hàng Bách Hóa Xanh (BHX)⁵ tại miền Nam kể từ giữa năm 2023.

Với nhu cầu sản phẩm đông lạnh, ngành hàng thực phẩm đông lạnh Việt Nam dự kiến tăng trưởng với CAGR = +7,5%/năm trong giai đoạn dự phóng nhờ nhu cầu tiêu thụ thực phẩm đông lạnh chế biến sẵn, sơ chế nhanh và mua sắm trực tuyến gia tăng do ưa chuộng sự tiện lợi, theo GMI.

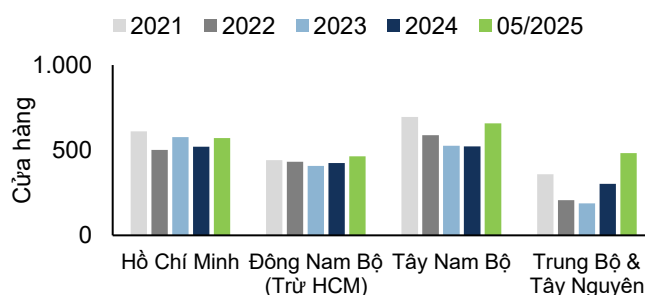
Với việc mở rộng phân phối, chúng tôi kỳ vọng sự mở rộng chuỗi BHX sau giai đoạn tái cơ cấu (2022 – 2023) là động lực tăng trưởng chính khi nhu cầu tiêu thụ cá tra tại miền Bắc bão hòa. Tính đến tháng 05/2025, chuỗi BHX đã mở rộng thêm 405 cửa hàng, vượt kế hoạch đề ra cho cả năm 2025.

Doanh thu nội địa kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ mức nền thấp

Số lượng cửa hàng Bách Hóa Xanh dự kiến tăng trưởng tích cực sau quá trình tái cơ cấu



Nguồn: FPT S dự phóng



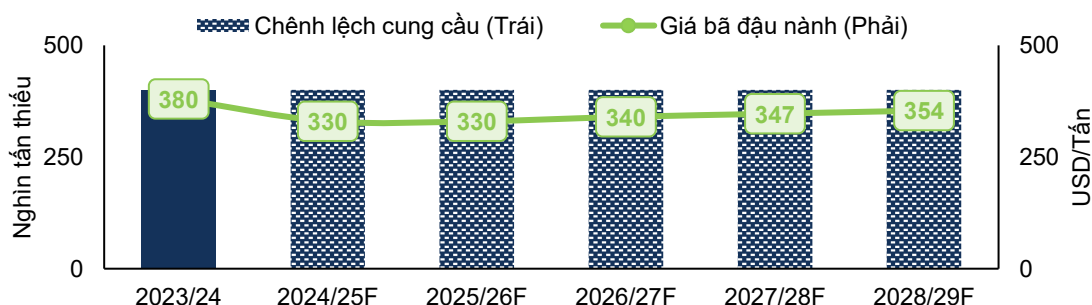
Nguồn: MWG, FPT S tổng hợp

2. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện và đạt đỉnh năm 2026 trước khi giảm trong giai đoạn 2026F – 2029F

2.1. Giá nguyên liệu thức ăn duy trì ở mức nền thấp nhờ nguồn cung dồi dào

Giá bã đậu nành (~55% chi phí) dự kiến giảm -13,2% YoY trong năm 2025 và tăng nhẹ với CAGR = +1,8%/năm trong giai đoạn 2025F - 2029F nhờ nguồn cung dồi dào. Chúng tôi ước tính nguồn cung bã đậu nành dự kiến tăng 1,8% YoY trong niên vụ 2024/25 nhờ vào thời tiết thuận lợi và các yếu tố địa chính trị hạ nhiệt. Theo đó, giá bã đậu nành năm 2025 dự kiến đạt 330 USD/tấn (-13,2% YoY) giúp ANV giảm thiểu chi phí thức ăn nuôi cá tra nguyên liệu. Trong giai đoạn 2025F – 2029F, giá bã đậu nành dự kiến tăng trưởng với CAGR = +1,8%/năm bởi (1) Nhu cầu nuôi trồng gia súc, gia cầm tăng ở các nước thuộc khu vực Đông Nam Á để đáp ứng nhu cầu lương thực và (2) Nguồn cung phụ phẩm dư thừa tại Nam Mỹ dự kiến giảm khi nhu cầu chăn nuôi trong khu vực tăng.

Giá nhập khẩu bã đậu nành dự kiến duy trì ở mức nền thấp nhờ sản lượng dồi dào



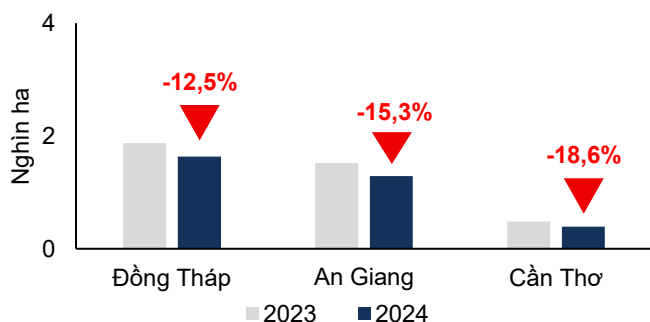
Nguồn: USDA, FPT S tổng hợp và ước tính

⁵ ANV ký kết hợp tác phân phối cá tra cho chuỗi cửa hàng Bách Hóa Xanh kể từ tháng 07/2023.

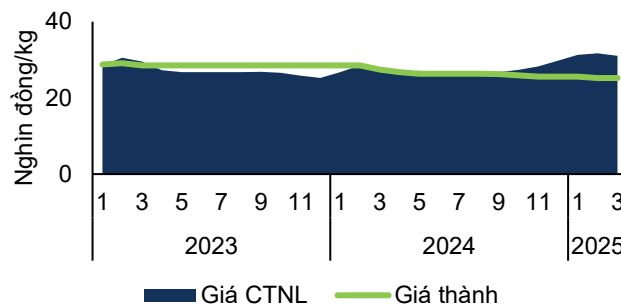
2.2. Giá xuất khẩu tăng do nguồn cung khan hiếm, trước khi ổn định trong dài hạn nhờ đề án liên kết sản xuất giống chất lượng cao ([Quay lại](#))

Giá cá tra toàn ngành kỳ vọng tăng mạnh do thiếu hụt nguồn cung trong giai đoạn 2025F – 2026F. Tính đến tháng 12/2024, diện tích thả nuôi ở các tỉnh Đồng Tháp, An Giang, Cần Thơ⁶ (chiếm ~80% sản lượng cá tra toàn quốc) ghi nhận giảm trung bình ~15% YoY bởi (1) Các hộ nuôi duy trì tỷ lệ thả nuôi cá tra thấp trong giai đoạn 01/2023 – 09/2024 do chênh lệch giữa giá cá tra nguyên liệu và giá thành sản xuất thấp cùng với tỷ lệ hao hụt giống cao và (2) Nhu cầu thu mua cá tra nguyên liệu tăng cao trong bối cảnh lo ngại thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu toàn ngành.

Tỷ lệ thả nuôi giảm mạnh trong giai đoạn 2023 - 2024 Giá cá giống, giá thành nuôi CTNL và giá bán CTNL



Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

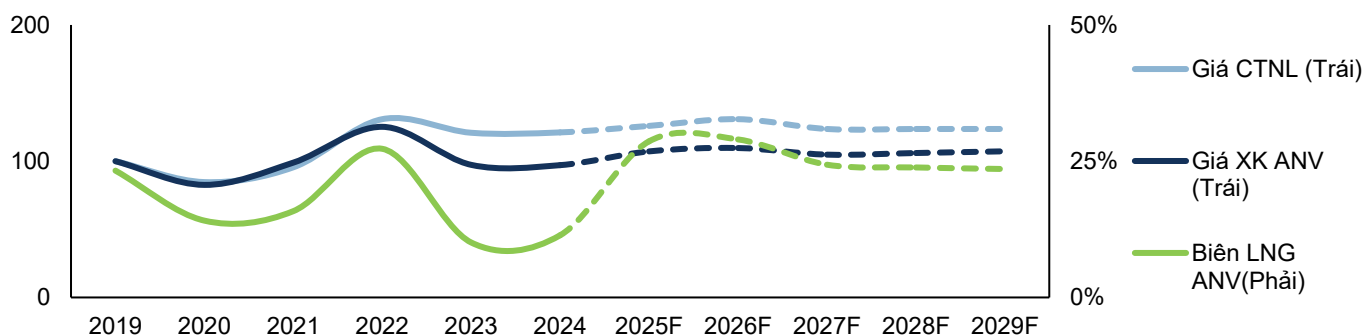


Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

Chúng tôi kỳ vọng giá cá tra toàn ngành năm 2027 giảm -6,7% YoY do dư thừa nguồn cung và đi ngang sau đó nhờ đề án sản xuất giống chất lượng cao. Cụ thể, giá cá tra tăng cao trong năm 2025 sẽ thúc đẩy các hộ nuôi mở rộng nuôi trồng khi vào mùa thả giống khoảng cuối năm. Do đó, chúng tôi cho rằng tình trạng dư thừa nguồn cung kiến sẽ diễn ra vào nửa cuối năm 2026 và khiến giá cá tra toàn ngành dự kiến hạ nhiệt trong năm 2027.

Kể từ năm 2027, giá cá tra toàn ngành dự kiến đi ngang nhờ Đề án liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp chất lượng cao ([Phụ lục 4](#)) dần hoàn thiện giúp (1) Giảm tỷ lệ hao hụt nhờ nguồn cung cá giống chất lượng cao được bổ sung thông qua Đề án và (2) Giảm tình trạng thiếu hụt hay dư thừa nguồn cung nhờ gia tăng liên kết giữa doanh nghiệp và hộ nuôi thông qua nuôi gia công và hợp tác xã.

Biên lợi nhuận gộp của ANV được dự phóng có diễn biến tương đồng với giá cá tra toàn ngành



Nguồn: FPTS dự phóng

Biên lợi nhuận gộp của ANV ước tính lần lượt đạt 29,2% năm 2025 (+17,8 đpt YoY) và 29,7% năm 2026 (+0,5 đpt YoY) nhờ (1) Giá xuất khẩu tăng với CAGR = +6,7%/năm trong giai đoạn 2024 – 2026F do thiếu hụt cá tra nguyên liệu; (2) Giá bã đậu nành giảm với CAGR = -5,9%/năm trong cùng giai đoạn và duy trì ở mức nền thấp nhờ sản lượng thu hoạch dồi dào tại Argentina và Brazil. Năm 2027, biên lợi nhuận gộp của ANV ước đạt 25,6% YoY (-4,1 đpt YoY) do giá xuất khẩu dự báo giảm khi dư thừa nguồn cung, trước khi ổn định và đi ngang giai đoạn 2027F – 2029F nhờ nguồn cung ổn định từ Đề án liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp chất lượng cao tại Đồng bằng sông Cửu Long.

⁶ Việt Nam là quốc gia xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới với thị phần duy trì trên 90%. Trong đó, cá tra Việt Nam chủ yếu được nuôi trồng tại Đồng bằng sông Cửu Long nhờ điều kiện tự nhiên thuận lợi.

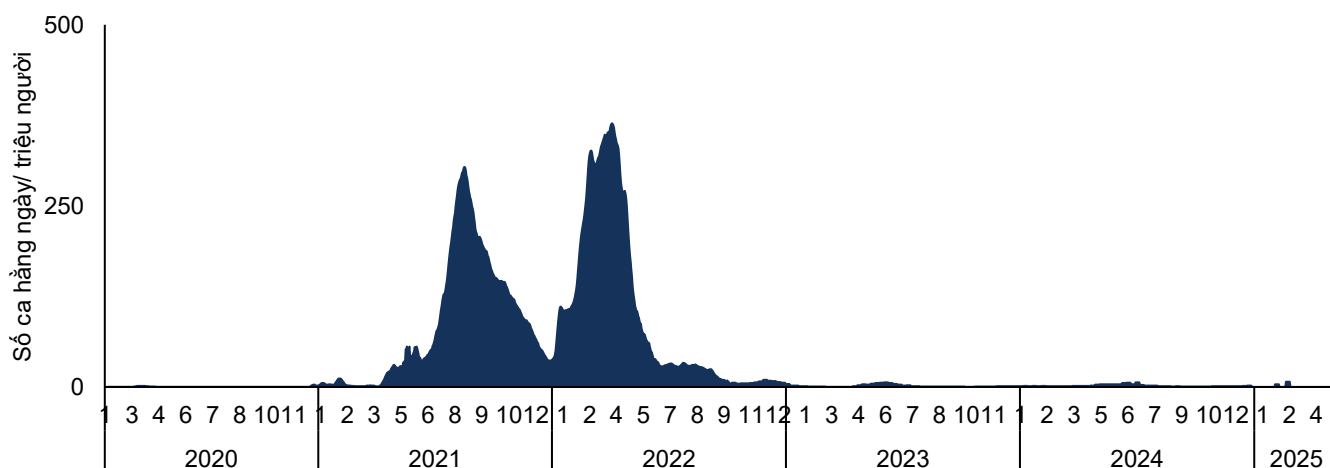
II. YẾU TỐ THEO DÕI CỦA ANV [\(Quay lại\)](#)

1. Nhu cầu tiêu thụ cá tra toàn ngành dự kiến giảm mạnh khi dịch bệnh diễn biến phức tạp [\(Quay lại\)](#)

Kể từ tháng 02/2025 đến nay, số lượng ca nhiễm COVID-19 với biến thể mới NB.1.8.1 đã có dấu hiệu tăng mạnh trên toàn cầu và tập trung tại khu vực phía Đông Địa Trung Hải, Đông Nam và phía Tây Thái Bình Dương. Trong đó, Thái Lan hiện đang có số ca nhiễm COVID-19 tăng cao nhất lên đến 138 ca nhiễm hằng ngày/triệu người tính đến đầu tháng 05/2025 và chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, tương đương ~50% tổng số ca nhiễm trong giai đoạn 2021 – 2022.

Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ tại Thái Lan nói riêng (chiếm ~12% tổng doanh thu xuất khẩu của ANV) và các thị trường xuất khẩu khác của ANV dự kiến giảm mạnh trong trường hợp dịch bệnh COVID-19 diễn biến phức tạp bởi các biện pháp giãn cách xã hội được thực thi tương tự giai đoạn 2021 – 2022.

Số ca nhiễm COVID-19 được ghi nhận tại Thái Lan quay lại giai đoạn đại dịch 2021 – 2022

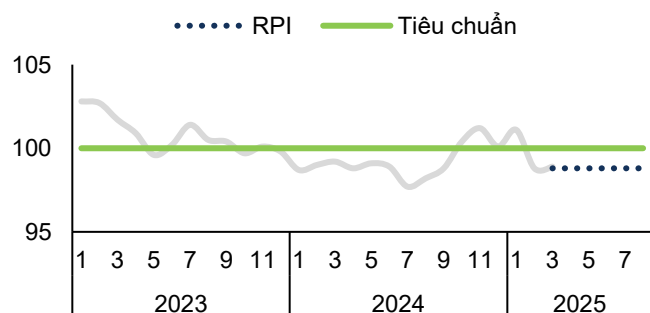


Nguồn: WHO, FPTS tổng hợp

2. Nhu cầu tiêu thụ cá tra tại thị trường Mỹ sụt giảm trong trường hợp chịu mức thuế đối ứng cao [\(Quay lại\)](#)

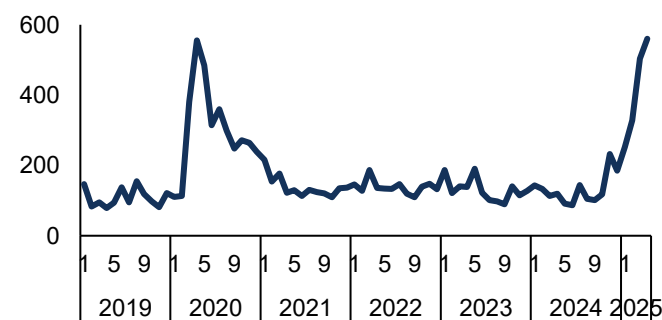
Tính đến Q1/2025, doanh thu xuất khẩu cá tra của ANV sang thị trường Mỹ đóng góp ~8% tổng doanh thu xuất khẩu. Chúng tôi cho rằng trong trường hợp Việt Nam chịu mức thuế đối ứng cao (Lên đến 46% theo mức thuế suất đối ứng dự kiến ở tháng 04/2025) tại thị trường Mỹ sẽ khiến nhu cầu tiêu dùng giảm mạnh trong bối cảnh tồn tại nhiều bất định trong nền kinh tế. Theo đó, chỉ số sức khỏe ngành nhà hàng (RPI)⁷ đã giảm về trạng thái thận trọng so với mức tiêu chuẩn kể từ tháng 02/2025 và kỳ vọng duy trì ở 98,1 điểm trong năm 2025 do (1) nhu cầu tiêu dùng thận trọng và (2) các chủ doanh nghiệp hạn chế mở rộng trong bối cảnh tồn tại nhiều yếu tố bất định trong nền kinh tế.

Chỉ số sức khỏe ngành nhà hàng Mỹ giảm mạnh



Nguồn: NRA, FPTS tổng hợp

Bất định trong nền kinh tế Mỹ trở lại COVID-19



Nguồn: FPTS tổng hợp

⁷ Đo lường dựa trên khảo sát các nhà hàng toàn quốc với chỉ tiêu: doanh thu/cửa hàng, lưu lượng khách, lao động và chi tiêu vốn.

3. Mở rộng thị trường xuất khẩu tại khu vực Nam Mỹ nếu đạt được các thỏa thuận thương mại ([Quay lại](#))

Việt Nam hiện đang đẩy mạnh đàm phán để đạt được Hiệp định Thương mại tự do (FTA) giữa Việt Nam và Khối Thị trường chung Nam Mỹ (Khối Mercosur bao gồm Argentina, Brazil, Uruguay và Paraguay). Trong đó, Brazil chiếm ~70% tổng dân số khu vực, đồng thời đóng vai trò cầu nối giữa Việt Nam và khu vực Nam Mỹ trong việc tiến tới hình thành FTA thông qua Thương vụ Việt Nam tại Brazil.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ tại Nam Mỹ nói chung tăng mạnh nếu Việt Nam đạt được thỏa thuận nhờ (1) Cá tra Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh về giá nhờ được miễn thuế trong khi hiện đang chịu thuế MFN khoảng 10 - 15% và (2) Mở rộng tệp sản phẩm được nhập khẩu đến Nam Mỹ trong khi một số tiêu chuẩn riêng hiện được áp dụng khiến doanh nghiệp hạn chế các mặt hàng xuất khẩu.

4. Cá tra Việt Nam duy trì lợi thế giá rẻ so với cá rô phi Trung Quốc trước thuế đối ứng tại Mỹ ([Quay lại](#))

Chúng tôi đánh giá rằng cá tra Việt Nam kỳ vọng duy trì lợi thế giá rẻ trong trường hợp bị áp thuế suất cao (Dựa trên thuế đối ứng tháng 04/2025) theo căn cứ pháp lý mới. Nguyên nhân do cá rô phi Trung Quốc dự kiến phải chịu thêm mức thuế suất bổ sung (Tương tự thuế suất 20% cộng thêm theo Đạo luật IEEPA nhắm vào hàng hóa từ Trung Quốc).

Hiện nay, chính sách thuế đối ứng của Mỹ đang trong giai đoạn tố tụng giữa chính quyền Tổng thống Donald Trump và Tòa án các cấp. Trong trường hợp các mức thuế bị bác bỏ, chính quyền Trump dự kiến kháng cáo lên Tòa án Tối cao và chuyển sang sử dụng cơ sở pháp lý mới để tiếp tục áp thuế các đối tác thương mại (Phụ lục).

D. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu ANV bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu ANV theo các phương pháp có mức bình quân là **20.950 VNĐ/cp**, thấp hơn -10,3% so với mức giá đóng cửa ngày 08/07/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu ANV. Nhà đầu tư có thể chờ mua cổ phiếu ANV khi đạt mức giá 17.500 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi nhuận kỳ vọng đạt 20,0% so với giá mục tiêu.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	22.323	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	19.559	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		20.950	

➤ Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC 2025	12,6%	Phần bù rủi ro	9,87%
Chi phí sử dụng nợ	5,6%	Hệ số Beta đòn bẩy	1,23
Chi phí sử dụng vốn	15,2%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,04%	Thời gian dự phóng	5 năm

➤ Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

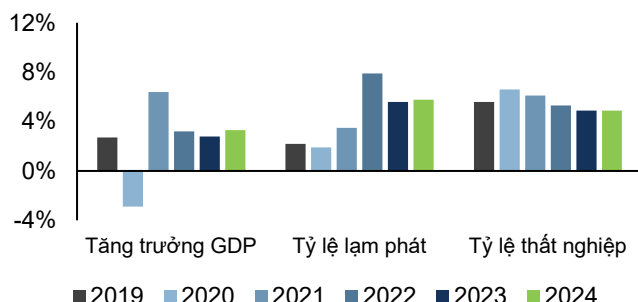
Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)		7.679
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)		1.735
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		5.944
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		266
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		22.323
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		5.208
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		19.559

E. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Hoạt động kinh doanh	2023A	2024A	2025F	2026F	Cân đối kế toán	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	4.439	4.911	5.068	5.733	Tài sản				
Giá vốn hàng bán	(3.992)	(4.351)	(3.591)	(4.032)	Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	112	275	454	868
Lợi nhuận gộp	447	560	1.477	1.701	Các khoản phải thu	369	552	485	549
Chi phí bán hàng	(188)	(280)	(399)	(423)	Hàng tồn kho	2.347	1.653	1,710	1,920
Chi phí quản lý DN	(76)	(86)	(82)	(92)	Tài sản ngắn hạn khác	123	105	90	101
Lợi nhuận thuần HĐKD	183	194	996	1.185	Tổng tài sản ngắn hạn	2.951	2.586	2,739	3,439
(Lỗ)/lãi HĐTC	5	20	16	20	Tài sản CĐHH	1.032	1.073	1,091	1,099
Lợi nhuận khác	14	(45)	(42)	(48)	<i>Nguyên giá</i>	2.280	2.351	2,538	2,733
LNTT, lãi vay	202	170	970	1.157	<i>Khấu hao lũy kế</i>	(1.248)	(1.277)	(1,447)	(1,634)
Chi phí lãi vay	(137)	(91)	(87)	(84)	Đầu tư tài chính dài hạn	72	68	68	68
LNTT	64	79	883	1.074	Tài sản dài hạn khác	140	161	145	164
Thuế TNDN	(25)	(31)	(215)	(280)	Xây dựng cơ bản dở dang	918	974	997	1,007
LNST CT Mẹ	39	48	668	793	Tổng tài sản dài hạn	2.162	2.277	2,301	2,338
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tổng Tài sản	5.113	4.862	5,040	5,777
LNST CT Mẹ	39	48	668	793	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	293	179	2.503	2.975	Vay và nợ ngắn hạn	1.784	1.624	1,562	1,757
EBITDA	331	308	1.139	1.345	Các khoản phải trả	319	316	274	307
Khấu hao, dự phòng	129	138	169	188	Quỹ khen thưởng	0	0	0	1
Tăng trưởng LNG	-66%	25%	164%	15%	Nợ ngắn hạn	2.103	1.941	1,836	2,065
Tăng trưởng doanh thu	-9%	11%	3%	13%	Vay và nợ dài hạn	145	111	-	-
Tăng trưởng LN HĐKD	-79%	6%	413%	19%	Phải trả dài hạn khác	17	14	8	9
Tăng trưởng EBIT	-77%	-16%	471%	19%	Nợ dài hạn	162	125	8	9
Chỉ số khả năng sinh lời	2023A	2024A	2025F	2026F	Tổng nợ	2.265	2.066	1,844	2,075
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,1%	11,4%	29,2%	29,7%	Vốn góp chủ sở hữu	1.335	2.667	2,667	2,667
Tỷ suất LNST	0,9%	1,0%	13,2%	13,8%	Thặng dư	21	21	21	21
ROE DuPont	1,4%	1,7%	22,3%	23,0%	LN chưa phân phối	1.519	136	535	1,042
ROA DuPont	0,7%	1,0%	13,5%	14,7%	Các khoản khác	(28)	(28)	(28)	(28)
Tỷ suất EBIT/doanh thu	4,5%	3,5%	19,1%	20,2%	Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNTT / EBIT	32,0%	46,2%	91,0%	92,8%	Vốn chủ sở hữu	2.848	2.797	3,196	3,702
LNST/LNTT	60,8%	60,9%	75,6%	73,9%	Tổng cộng nguồn vốn	5.113	4.862	5,040	5,777
Đòn bẩy tài chính	1,8x	1,8x	1,0x	1,1x	Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024A	2025F	2026F
Chỉ số hiệu quả vận hành	2023A	2024A	2025F	2026F	Lợi nhuận sau thuế	(49)	25	668	793
Thời gian luân chuyển tiền	202,80	175,38	178,32	170,90	Khấu hao	115	117	169	188
Số ngày phải thu	33,04	34,22	37,35	32,93	Dự phòng	15	21	-	-
Số ngày tồn kho	213,97	167,79	170,93	164,27	Thay đổi VLD và điều chỉnh	(162)	565	(9)	(289)
Số ngày phải trả	44,21	26,62	29,96	26,30	Tiền từ hoạt động KD	(82)	728	828	692
COGS / Hàng tồn kho	1,7x	1,9x	2,2x	2,4x	Thanh lý tài sản cố định	150	29	-	-
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023A	2024A	2025F	2026F	Các HĐ đầu tư khác	310	20	(210)	(205)
CS thanh toán hiện hành	1,4x	1,3x	1,5x	1,7x	Tiền từ HĐ đầu tư	416	(111)	(210)	(205)
CS thanh toán nhanh	0,3x	0,5x	0,6x	0,7x	Thay đổi nợ	(167)	(330)	(173)	195
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,1x	0,2x	0,4x	Tăng (giảm) vốn	60	-	-	-
Nợ / Tài sản	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	Cổ tức đã trả	(219)	(108)	(267)	(267)
Nợ / Vốn CSH	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	Tiền từ hoạt động TC	(326)	(438)	(440)	(71)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	Tổng lưu chuyển tiền tệ	9	179	178	415
Khả năng TT lãi vay	1,5x	1,9x	11,1x	13,8x	Chênh lệch tỷ giá	(0)	0	-	-
					Tiền cuối năm	112	275	178	415

F. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Kinh tế toàn cầu ảm đạm trước khi phục hồi kể từ năm 2023 ([Quay lại](#))



Tăng trưởng GDP phục hồi, tỷ lệ lạm phát hạ nhiệt và tỷ lệ thất nghiệp có xu hướng giảm dần giai đoạn 2022 – 2024 cho thấy tình hình kinh tế toàn cầu cải thiện tích cực sau ảnh hưởng COVID.

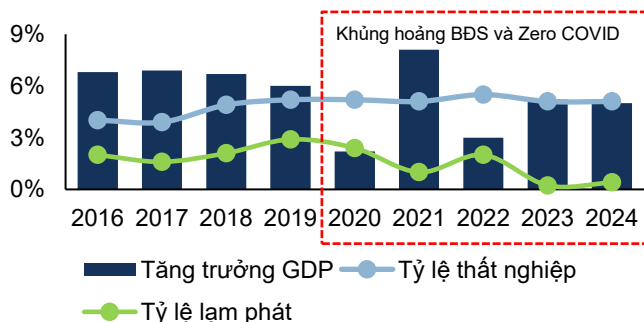
Nguồn: IMF, FPTS tổng hợp

Phụ lục 2: Các doanh nghiệp niêm yết xuất khẩu cá tra đều được miễn thuế chống bán phá giá (CBPG) tại thị trường Mỹ tính đến kỳ POR20 ([Quay lại](#))

Tên công ty	Thuế CBPG (USD/kg)
Công ty TNHH Biển Đông	0,0
Công Ty TNHH Chế Biến Thực Phẩm Xuất Khẩu Vạn Đức Tiền Giang	0,0
Công ty TNHH Thủy sản Đại Thành	0,0
Công ty TNHH Xuất nhập khẩu Thủy sản Đông Á	0,0
CTCP Đầu tư và Phát triển đa quốc gia I.D.I (HOSE: IDI)	0,18
CTCP Hùng Cá 6	0,0
CTCP Nam Việt (HOSE: ANV)	0,0
CTCP Thủy sản NTSF	0,0
CTCP Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC)	0,0
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cần Thơ (UPCOM: CCA)	0,0
Các doanh nghiệp khác	2,39

Nguồn: FPTS tổng hợp

Phụ lục 3: Kinh tế Trung Quốc kém khả quan hơn sau khi chịu ảnh hưởng kép kể từ năm 2020 ([Quay lại](#))

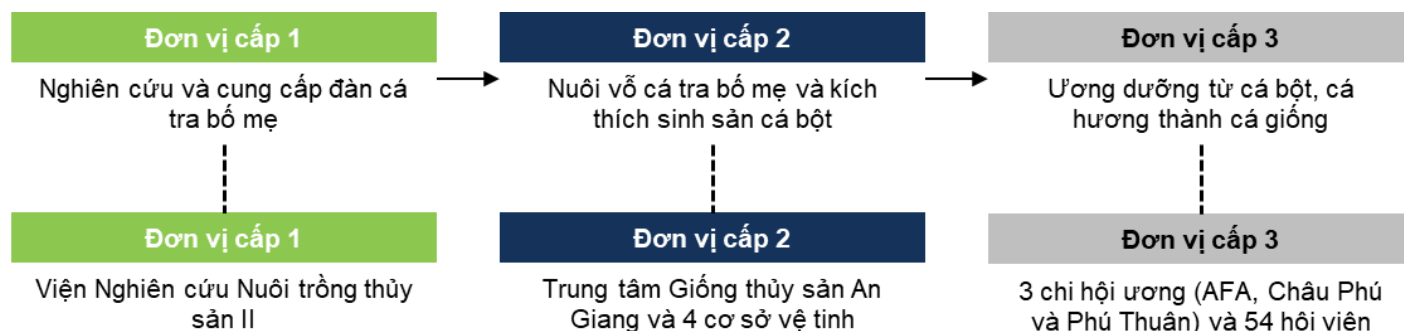


Trong giai đoạn 2019 – 2024, tăng trưởng GDP có xu hướng giảm dần (Loại bỏ tăng giảm đột ngột giai đoạn 2020 – 2021), giảm phát trong tiêu dùng và tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức cao do chịu ảnh hưởng kép từ cuộc khủng hoảng bất động sản và chính sách Zero COVID.

Nguồn: NBS, IMF, FPTS tổng hợp

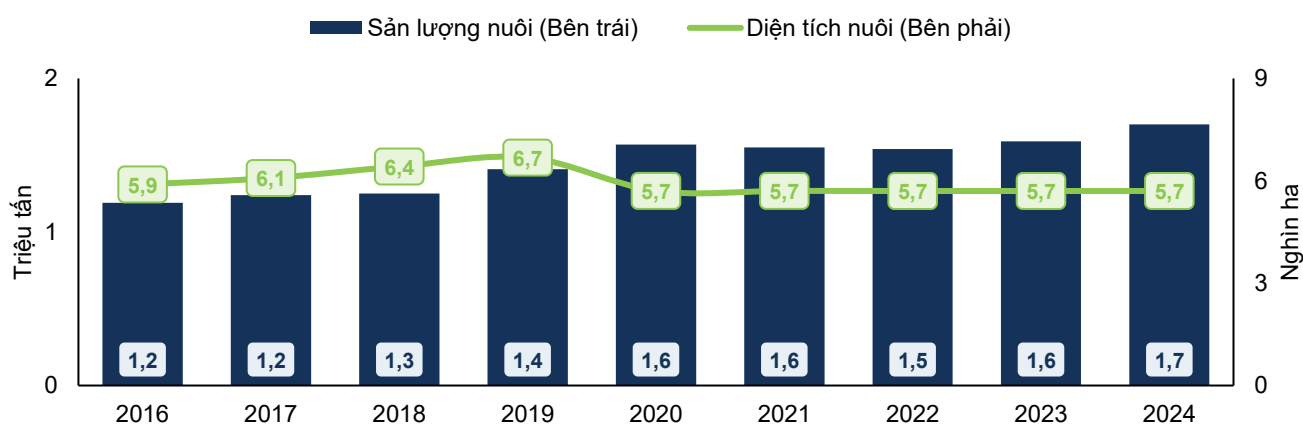
Phụ lục 4: Đề án sản liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp chất lượng cao tại ĐBSCL giúp ổn định cung cầu [\(Quay lại\)](#)

Nguồn cung cá giống kỳ vọng ổn định nhờ đề án tạo ra thể hệ cá giống chất lượng cao (Quyết định số 987/QĐ-BNN-TCTS năm 2018) để thay thế cá tra bố mẹ hiện tại giúp giảm tỷ lệ hao hụt. Hai khu vực trọng điểm được đầu tư để trở thành cơ sở ương giống cho ĐBSCL là An Giang và Đồng Tháp. Ngoài ra, các tỉnh khác thuộc ĐBSCL được xúc tiến xây dựng chuỗi liên kết nếu đáp ứng điều kiện. Trong đó nội dung chính của đề án bao gồm:



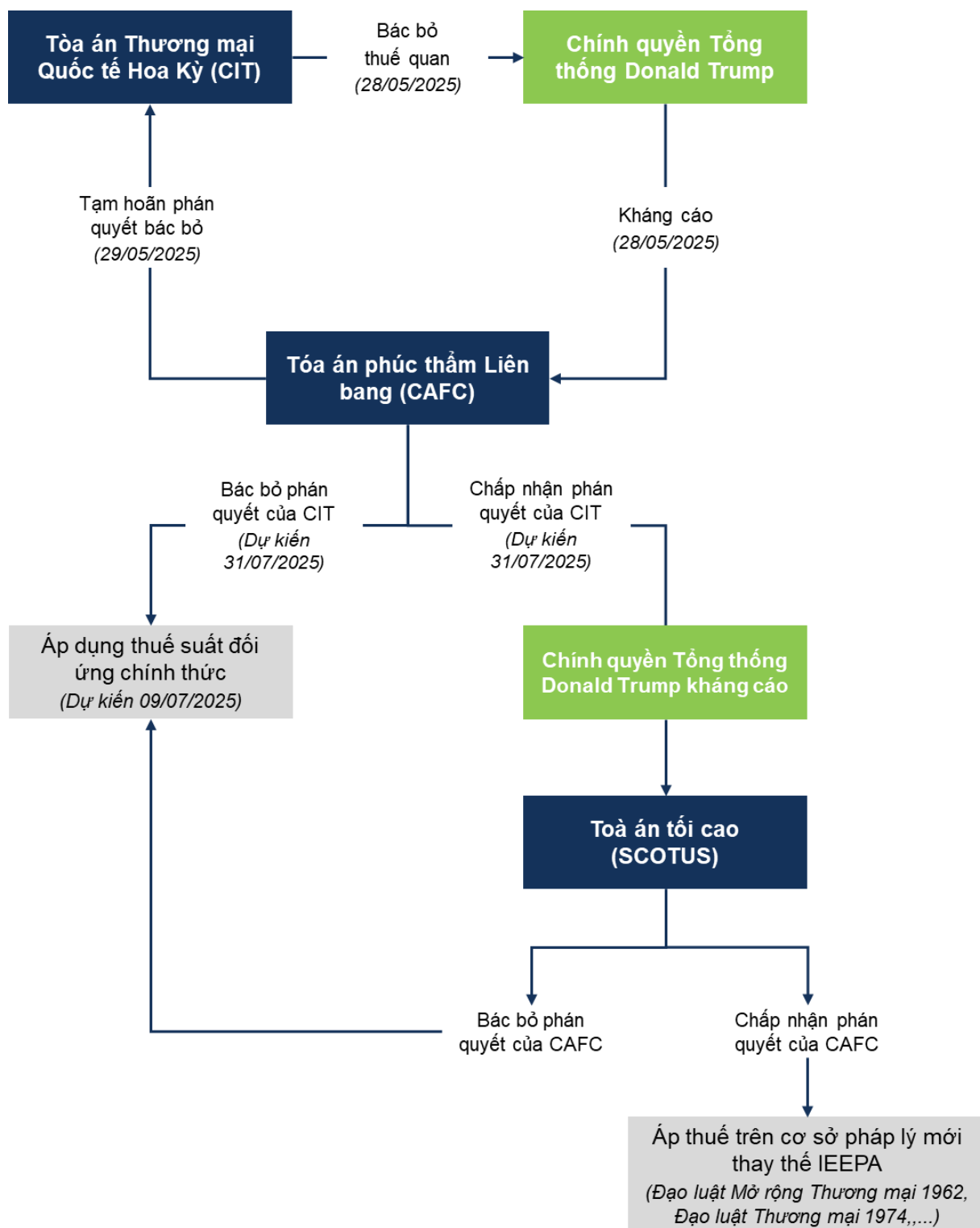
(1) Đầu tư cơ sở hạ tầng cho các đơn vị cung cấp cá bột và cá giống chất lượng cao cho toàn ngành: Sau khi tiếp nhận giống cá tra bố mẹ chất lượng cao từ Viện Nghiên cứu Nuôi trồng thủy sản II, Trung tâm Giống thủy sản An Giang và các cơ sở vệ tinh tiến hành nuôi vỗ để sản xuất cá bột chất lượng cao. Tính đến năm 2024, chuỗi liên kết tại tỉnh An Giang đáp ứng 25% nhu cầu giống ĐBSCL. Giai đoạn 2025 – 2030, Trung tâm giống thủy sản tỉnh An Giang dự kiến trở thành đơn vị cấp 1 giúp tăng lượng cá tra bố mẹ chọn lọc và ổn định nguồn cung.

(2) Tăng liên kết giữa các chi hội và hội viên: Các hội viên thuộc đơn vị cấp 3 sẽ được khuyến khích tham gia vào chuỗi sản xuất Doanh nghiệp chế biến – Hộ nuôi – Nhà cung ứng thức ăn để tạo ra chuỗi giá trị khép kín cho ngành hàng. Chúng tôi kỳ vọng giá cá tra nguyên liệu sẽ được ổn định nhờ (1) Công ty cung cấp thức ăn cho hội viên với giá chiết khấu và giảm áp lực thanh toán cho hộ nuôi và (2) Doanh nghiệp chế biến sẽ bao tiêu cá tra nguyên liệu giúp hạn chế tình trạng thiếu hụt và dư thừa. Từ đó, các hộ nuôi chỉ cần tập trung vào khâu nuôi.



Nguồn: MARD, FPTs tổng hợp

Về hiệu quả của đề án trên, chúng tôi nhận thấy năng suất nuôi cá tra gia tăng do chất lượng con giống được cải thiện kể từ khi triển khai đề án giai đoạn 2018 - 2024. Trong đó, sản lượng nuôi trồng cá tra tăng trưởng mạnh với CAGR = +39,6%/năm trong khi diện tích nuôi trồng duy trì ở 5,7 nghìn ha cùng giai đoạn.

Phụ lục 5: Kịch bản giữa chính quyền Tổng thống Donald Trump và Tòa án liên quan đến thuế đối ứng


Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888