

Ngành Thủy sản: Chính sách thuế của Tổng thống Trump mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam

Trương Hồng Kim
Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

- Mức thuế bổ sung 10% mà Tổng thống Mỹ đưa ra, cộng với các mức thuế hiện hành từ 15-25%, dự kiến sẽ làm giảm xuất khẩu thủy sản của Trung Quốc, tạo cơ hội cho các loại cá thịt trắng khác, đặc biệt là cá tra, đang là loại cá thịt trắng rẻ nhất ở Mỹ.
- Các DNXXK Việt Nam, đặc biệt là VHC (chiếm 44% lượng cá tra NK của Mỹ), sẽ được hưởng lợi, trong khi ANV (chiếm 31% lượng XK sang Trung Quốc) có thể phải cạnh tranh với các sản phẩm của Trung Quốc quay trở lại thị trường nội địa.
- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC (lựa chọn hàng đầu của chúng tôi, tiềm năng tăng giá 33%) nhờ vị thế vững chắc của công ty trên thị trường Mỹ. Chúng tôi cũng ưa thích FMC (Mua vào; tiềm năng tăng giá 24%) vì định giá rẻ và doanh thu tiếp tục tăng trưởng, trong khi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ANV (tiềm năng tăng giá 14%).

Phân tích chính sách thuế của Tổng thống Trump đối với Trung Quốc, Canada và Mexico

Vào tháng 1/2025, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã công bố mức thuế 25% đối với hàng nhập khẩu từ Canada và Mexico và mức thuế 10% đối với hàng hóa Trung Quốc, bắt đầu từ ngày 4/2/2025. Mức thuế đối với Canada và Mexico đã được hoãn lại một tháng, do đó khả năng áp thuế lên hai nước này trở nên không chắc chắn. Trong khi đó, mức thuế bổ sung 10% đối với hàng hóa Trung Quốc, cộng với mức thuế 15%-25% hiện có, đã chính thức có hiệu lực từ ngày 4/2. Các mức thuế này có thể sẽ khiến hàng nhập khẩu từ các quốc gia này trở nên đắt đỏ hơn, có khả năng làm giảm nhu cầu.

Triển vọng khả quan đối với cá tra, bất định đối với tôm

Việt Nam có thể hưởng lợi từ những diễn biến mới tại thị trường thủy sản Mỹ, đặc biệt là trong xuất khẩu cá tra và tôm. Mức thuế bổ sung 10% đối với các sản phẩm thủy sản của Trung Quốc, cùng với mức thuế 15-25% hiện có, dự kiến sẽ làm suy yếu xuất khẩu thủy sản của Trung Quốc sang Mỹ, tạo cơ hội cho cá tra Việt Nam mở rộng thị phần, đặc biệt khi nhu cầu nhập khẩu cá thịt trắng của Mỹ tiếp tục tăng.

Trong khi đó, mức thuế 25% tiềm năng đối với thủy sản nhập khẩu từ Canada và Mexico – những nước cung cấp chính tôm, cua và tôm hùm – có thể khiến các sản phẩm của họ kém cạnh tranh hơn. Điều này mang đến cơ hội cho xuất khẩu tôm của Việt Nam gia tăng vị thế trên thị trường Mỹ nếu mức thuế này được áp dụng.

Khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với doanh nghiệp xuất khẩu cá tra VHC, lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành thủy sản, do vị thế vững chắc tại thị trường Mỹ giúp Công ty hưởng lợi từ việc Mỹ điều chỉnh mức thuế. Tại giá mục tiêu chúng tôi đưa ra, tiềm năng tăng giá là 33%.

Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Mua vào đối với doanh nghiệp xuất khẩu tôm FMC dựa trên mức định giá hấp dẫn và đã tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, khi công suất hoạt động tại các nhà máy mới ngày càng tăng. Trong khi đó, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ANV, cũng là một doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, do lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng mạnh 200% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng 21,6% trong năm 2026.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/2.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
ANV	16,850	Tăng tỷ trọng	-	19,200	(4.95)	13.9	30.9	25.4	11.5	11.2	5.93	5.93
FMC	46,600	Mua vào	-	58,000	(2.19)	24.5	8.68	7.90	5.44	5.17	4.29	4.29
VHC	69,300	Mua vào	-	92,200	0.66	33.0	9.70	8.59	7.52	6.77	2.89	2.89

*Giá cổ phiếu tại ngày 18/2/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Chính sách thuế của Mỹ mở ra cơ hội cho các sản phẩm thủy sản Việt Nam 3

Tác động của chính sách thuế Mỹ đối với thủy sản nhập khẩu qua biên
đô 3

Điều chỉnh dự báo cho năm 2025-2026, đưa ra dự báo lần đầu cho năm
2027 8

Định giá và khuyến nghị 8

Báo cáo thành phần

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) 10

Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta (FMC) 15

Công ty Cổ phần Nam Việt (ANV) 20

Chính sách thuế của Mỹ mở ra cơ hội cho các sản phẩm thủy sản Việt Nam

Sau khi xem xét dữ liệu nhập khẩu thủy sản của Mỹ từ năm 2018 đến năm 2024, HSC nhận thấy nhập khẩu thủy sản từ Trung Quốc đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi mức thuế 15-25% áp dụng trong giai đoạn này. Mức thuế bổ sung 10% gần đây đối với các sản phẩm thủy sản của Trung Quốc, có hiệu lực từ tháng 2/2025, cùng với mức thuế 25% tiềm năng đối với hàng nhập khẩu từ Canada và Mexico, dự kiến sẽ tác động tiêu cực đến nhập khẩu tôm và cá thịt trắng, đặc biệt là cá rô phi, từ các quốc gia này. Điều này mang đến cơ hội cho cá tra Việt Nam và có khả năng là cá tôm, nếu Canada và Mexico cũng phải đối mặt với các mức thuế trên. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC (lựa chọn hàng đầu của chúng tôi, tiềm năng tăng giá 33%) do vị thế tốt của Công ty trên thị trường Mỹ, mô hình kinh doanh bền vững và bảng CĐKT lành mạnh. Chúng tôi cũng ưa thích FMC (Mua vào; tiềm năng tăng giá 24%) vì định giá rẻ và doanh thu tiếp tục tăng trưởng, trong khi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ANV (tiềm năng tăng giá 14%).

Tác động của chính sách thuế Mỹ đối với thủy sản nhập khẩu qua biểu đồ

Vào tháng 1/2025, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã công bố kế hoạch áp mức thuế 25% đối với hàng nhập khẩu từ Canada và Mexico và mức thuế 10% đối với hàng hóa Trung Quốc bắt đầu từ ngày 4/2/2025. Mức thuế đối với hàng nhập khẩu từ Canada và Mexico sau đó đã bị hoãn lại một tháng, nghĩa là vẫn có nguy cơ áp dụng, trong khi mức thuế 10% đối với hàng hóa Trung Quốc (trên mức thuế hiện hành 25%) đã chính thức có hiệu lực.

Nhìn chung, các mức thuế này sẽ khiến các sản phẩm từ các quốc gia này trở nên đắt đỏ hơn, có khả năng làm giảm nhu cầu.

Dưới đây, HSC sẽ phân tích tác động của thuế nhập khẩu thủy sản của Mỹ được áp dụng từ năm 2018 để hiểu rõ hơn các cơ hội và thách thức đối với xuất khẩu thủy sản của Việt Nam sang Mỹ dưới chính sách thuế của ông Trump vào năm 2025.

Canada, Trung Quốc và Mexico nằm trong số 10 nước cung cấp thủy sản lớn nhất cho Mỹ

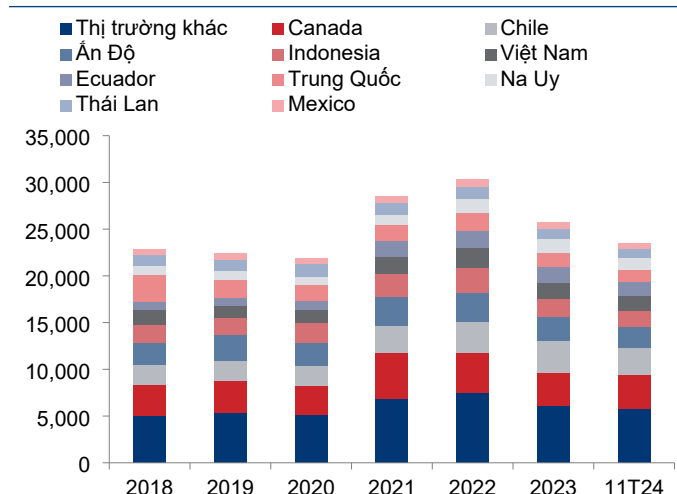
Top 10 thị trường cung cấp thủy sản cho Mỹ chiếm khoảng 76-78% tổng kim ngạch nhập khẩu thủy sản hằng năm. Trong số đó, Canada liên tục giữ vị trí là nước xuất khẩu thủy sản lớn nhất với giá trị xuất khẩu hằng năm khoảng 3,8 tỷ USD vào năm 2024, tăng từ mức 3,2-3,3 tỷ USD mỗi năm trong giai đoạn 2017-2018.

Trong khi đó, Trung Quốc xếp thứ 7 trong danh sách các nước xuất khẩu thủy sản lớn nhất sang Mỹ, với kim ngạch khoảng 1,5 tỷ USD, giảm từ vị trí thứ hai trước đây với kim ngạch 2,7-3,0 tỷ USD mỗi năm trong giai đoạn 2017-2018. Sự sụt giảm này cho thấy xuất khẩu thủy sản của Trung Quốc sang Mỹ đã bị ảnh hưởng bởi mức thuế 15-25% được áp dụng từ năm 2018 trong cuộc chiến thương mại, tạo điều kiện cho các nước cung cấp khác như Canada, Chile, Ecuador và Na Uy hưởng lợi.

Trong số 10 nước cung cấp thủy sản nhiều nhất cho Mỹ thì Chile, Ecuador, Canada, Na Uy và Việt Nam đã và đang giành được thị phần, trong khi Trung Quốc, Thái Lan và Mexico đang mất dần vị thế do mức thuế bình quân 15% đang áp lên Trung Quốc và thuế CBPG & thuế chống trợ cấp đang áp lên Thái Lan và Mexico.

Biểu đồ 1: Nhóm 10 thị trường xuất khẩu thủy sản hàng đầu sang Mỹ (triệu USD)

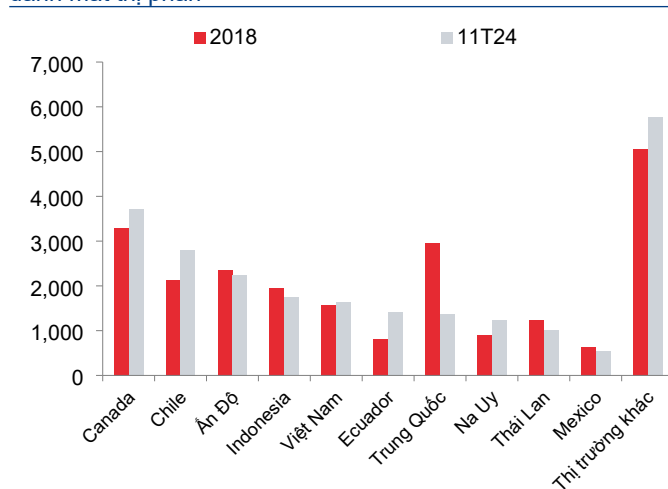
Canada xếp thứ 1, Việt Nam thứ 5, Trung Quốc thứ 7 & Mexico đứng thứ 10



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 2: Kim ngạch của nhóm 10 thị trường xuất khẩu hàng đầu sang Mỹ (triệu USD)

Ecuador, Chile, Na Uy, Canada và Việt Nam là những thị trường đang tăng trưởng trong khi Trung Quốc, Thái Lan và Ấn Độ đang đánh mất thị phần



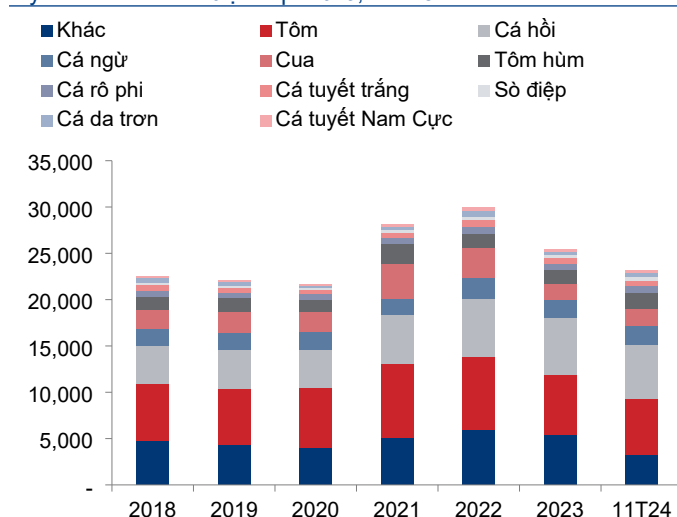
Nguồn: NOAA

Tôm, cá rô phi và cá tra nằm trong số 10 sản phẩm thủy sản nhập khẩu nhiều nhất vào Mỹ

Top 10 sản phẩm thủy sản nhập khẩu nhiều nhất vào Mỹ chiếm 78,5% - 85% tổng kim ngạch nhập khẩu thủy sản của quốc gia này. Giá trị nhập khẩu đã duy trì tương đối ổn định trong bảy năm qua bất chấp cuộc chiến thương mại với Trung Quốc vào năm 2018. Trong số này, tôm và cá hồi là những sản phẩm được nhập khẩu nhiều nhất trong khi cá rô phi xếp thứ 6 và cá tra xếp thứ 9.

Biểu đồ 3: Nhóm 10 SP thủy sản Mỹ nhập khẩu nhiều nhất (triệu USD)

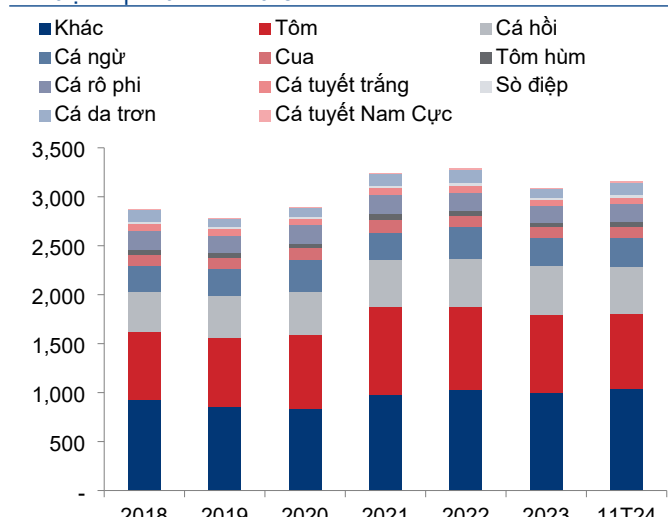
Tôm là mặt hàng nhập khẩu nhiều nhất, trong khi cá rô phi, cá tuyết và cá tra lần lượt xếp thứ 6, 7 và 9



Nguồn: NOAA

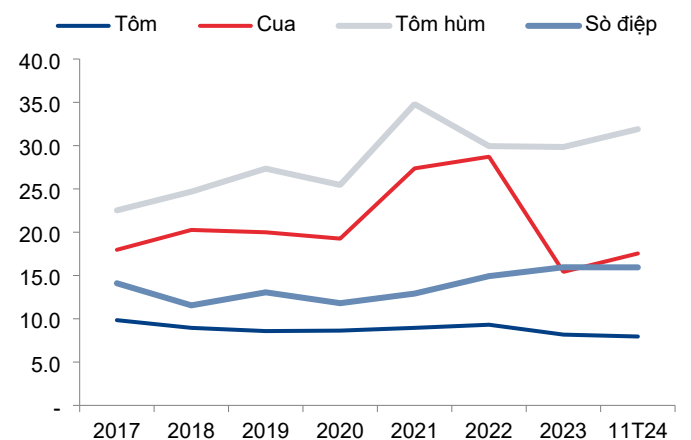
Biểu đồ 4: Nhóm 10 SP thủy sản Mỹ nhập khẩu nhiều nhất (tấn)

Tôm là mặt hàng nhập khẩu lớn nhất, trong khi cá rô phi và cá tra lần lượt xếp thứ 4 và thứ 5



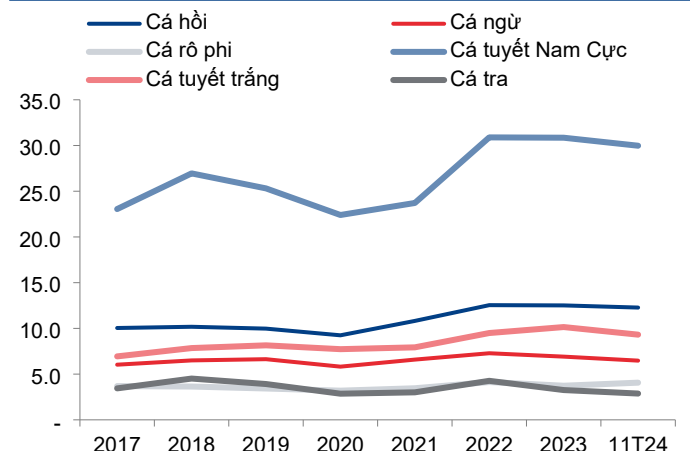
Nguồn: NOAA

Biểu đồ 5: Giá nhập khẩu bình quân của các loài giáp xác 10 chân & nhuyễn thể nhập khẩu nhiều nhất vào Mỹ (USD/kg)
Tôm là sản phẩm có giá hợp lý nhất



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 6: Giá nhập khẩu bình quân của các loài cá nhập khẩu nhiều nhất vào Mỹ (USD/kg)
Cá tra và cá rô phi có giá hợp lý nhất



Nguồn: NOAA

Các mức thuế mới của Mỹ ảnh hưởng nặng nề đến xuất khẩu thủy sản của Trung Quốc

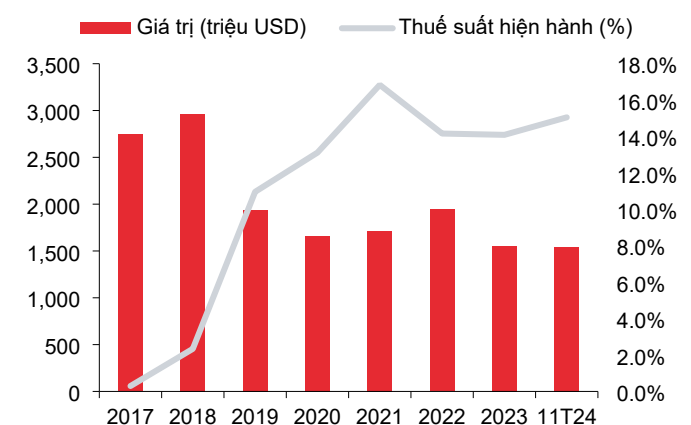
Trung Quốc xếp thứ 7 trong danh sách các nước xuất khẩu thủy sản lớn nhất sang Mỹ, với kim ngạch khoảng 1,5 tỷ USD, giảm từ vị trí thứ hai trước đó với kim ngạch 2,7-3,0 tỷ USD mỗi năm trong giai đoạn 2017-2018. Sự sụt giảm này chủ yếu là do các mức thuế 15-25% được áp dụng kể từ năm 2018 (xem biểu đồ ở trang tiếp theo).

Trung Quốc là nước cung cấp cá rô phi lớn nhất cho Mỹ, loại cá thịt trắng được nhập khẩu nhiều nhất vào quốc gia này. Cá rô phi của Trung Quốc đóng góp 70% sản lượng và 55% giá trị trong tổng nhập khẩu cá rô phi của Mỹ hàng năm. Tuy nhiên, nhập khẩu cá rô phi của Mỹ đã giảm với tốc độ CAGR là 5% trong sáu năm qua, phần lớn là do mức thuế 25% áp dụng lên mặt hàng này (Biểu đồ 9).

Nhìn chung, mức thuế bổ sung 10% cộng với các mức thuế hiện hành 15-25% sẽ tiếp tục tác động tiêu cực đến xuất khẩu thủy sản của Trung Quốc sang Mỹ.

Biểu đồ 7: Nhập khẩu thủy sản từ Trung Quốc vào Mỹ (triệu USD)

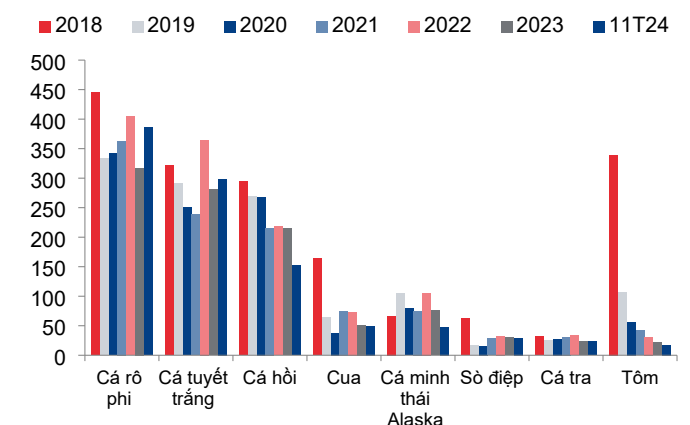
Giá trị nhập khẩu đã giảm đáng kể trong 7 năm qua (tốc độ tăng trưởng kép trong giai đoạn 2017-2023 là -9%) do mức thuế cao



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 8: Nhóm 5 sản phẩm cá nhập khẩu từ Trung Quốc (triệu USD)

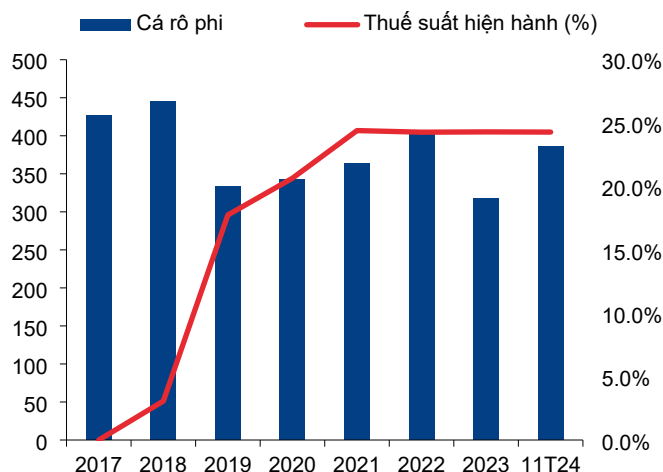
Nhập khẩu nhìn chung có xu hướng giảm, đặc biệt là cá rô phi, cá hồi và cá minh thái Alaska, mặc dù nhập khẩu cá tuyết trắng cải thiện nhẹ



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 9: Nhập khẩu cá rô phi từ Trung Quốc của Mỹ (triệu USD)

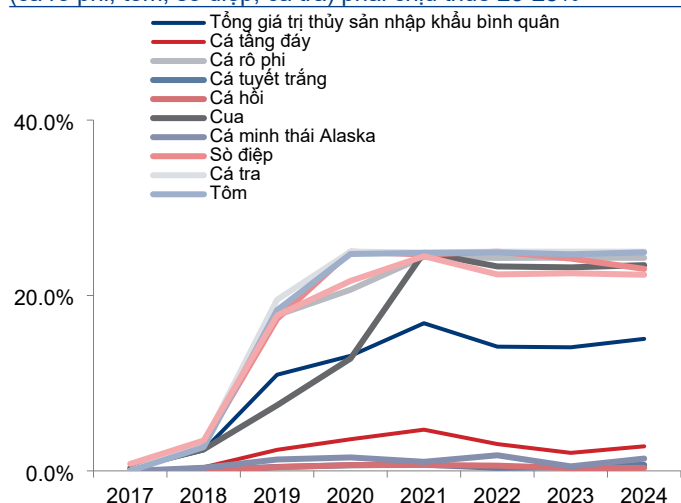
Nhập khẩu cá rô phi từ Trung Quốc của Mỹ giảm, với tốc độ tăng trưởng kép 6 năm là -5%, do chịu ảnh hưởng của mức thuế suất 25%



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 10: Thuế suất hiện hành đối với sản phẩm thủy sản của Trung Quốc

Thuế suất đối với thủy sản của Trung Quốc dao động trong khoảng 15-25%, trong đó các sản phẩm có nhu cầu tiêu thụ cao (cá rô phi, tôm, sò điệp, cá tra) phải chịu thuế 23-25%



Nguồn: NOAA

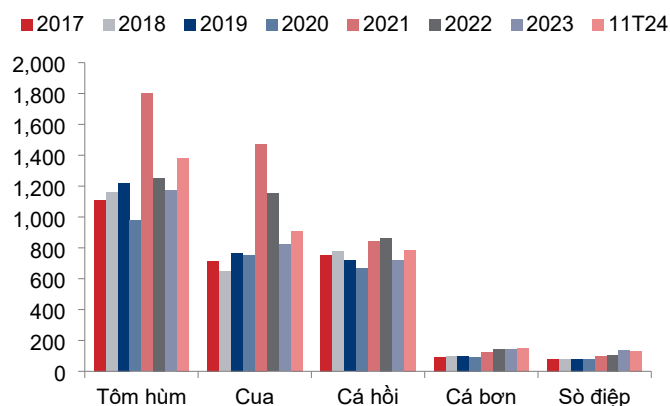
Xuất khẩu tôm có khả năng được hưởng lợi nếu mức thuế 25% đối với Canada và Mexico được áp dụng

Hiện tại, nhập khẩu thủy sản từ Canada và Mexico không phải chịu bất kỳ loại thuế nào. Các sản phẩm chính từ hai thị trường này là tôm hùm, cua và tôm, thuộc nhóm giáp xác (Biểu đồ 11-12). Lưu ý, Mexico và Canada là hai nước cung cấp tôm lớn thứ 6 và thứ 7 cho Mỹ (Biểu đồ 13).

Nếu mức thuế 25% đối với các sản phẩm của Canada và Mexico được áp dụng, điều đó sẽ khiến các sản phẩm này trở nên đắt đỏ hơn, có khả năng làm giảm nhu cầu và tạo cơ hội cho các quốc gia khác đang không phải chịu các mức thuế này, bao gồm cả Việt Nam. Tuy nhiên, HSC cho rằng kịch bản này khó xảy ra.

Biểu đồ 11: Nhóm 4 sản phẩm nhập khẩu hàng đầu từ Canada (triệu USD)

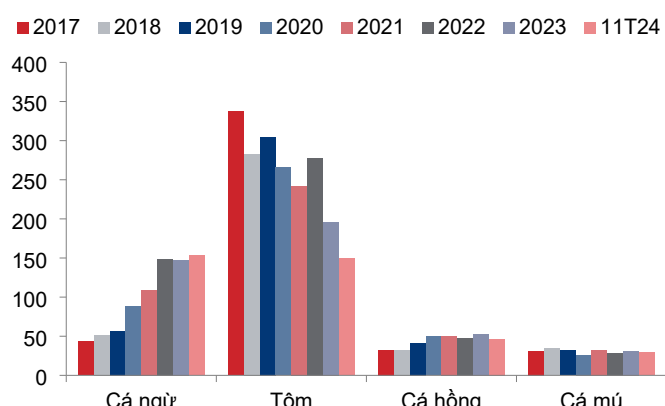
Nhập khẩu 5 sản phẩm chủ lực từ Canada vào Mỹ tăng trong 7 năm qua, nhiều khả năng nhờ không bị áp thuế



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 12: Nhóm 4 sản phẩm nhập khẩu nhiều nhất từ Mexico (triệu USD)

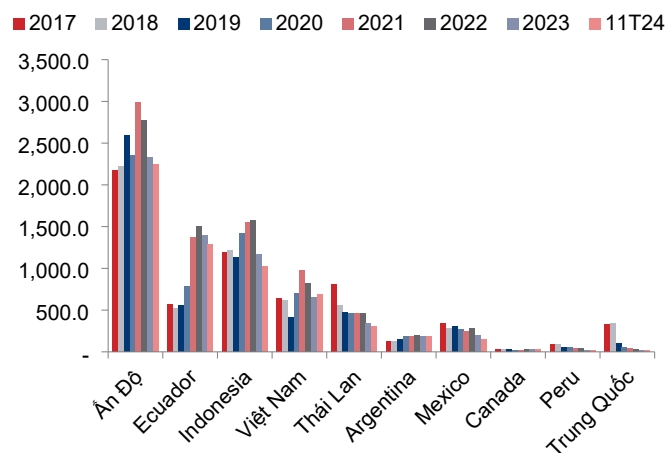
Nhập khẩu tôm từ Mexico giảm, có thể do mức độ cạnh tranh lớn từ sản phẩm tôm có giá thấp hơn của Ecuador và Ấn Độ



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 13: Nhóm 10 thị trường xuất khẩu tôm hàng đầu sang Mỹ (triệu USD)

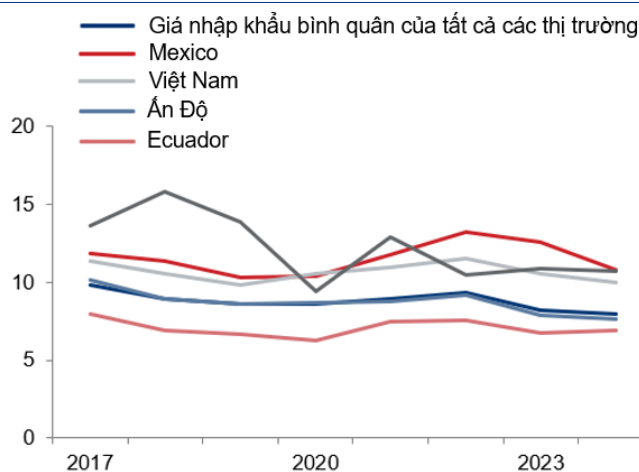
Những thị trường xuất khẩu tôm ngoài Trung Quốc, trong đó bao gồm Việt Nam, nhiều khả năng sẽ hưởng lợi từ mức thuế mới 10% đối với Trung Quốc



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 14: Giá nhập khẩu tôm bình quân (USD/kg)

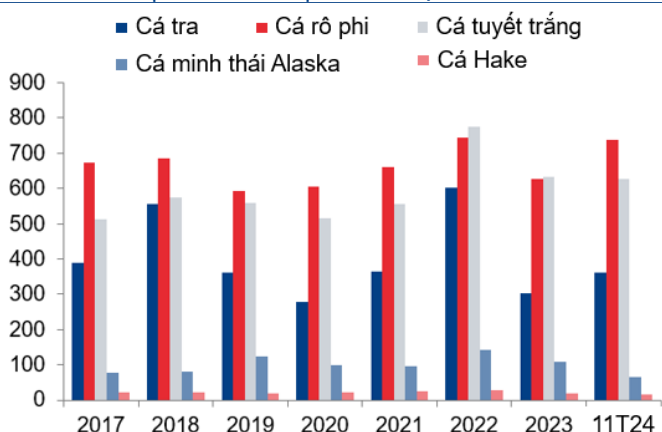
Tôm Canada & Mexico có giá đắt nhất. Thuế suất 25% trên mức giá cao này sẽ làm giảm nhu cầu



Nguồn: NOAA, HSC

Biểu đồ 15: Nhóm 5 loại cá thịt trắng nhập khẩu nhiều nhất vào Mỹ (triệu USD)

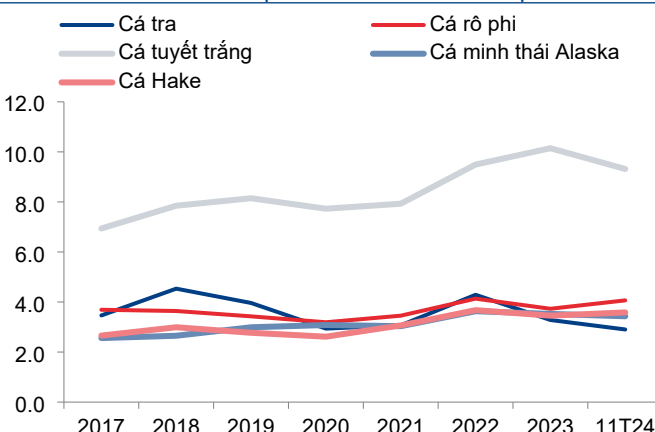
Nhập khẩu cá thịt trắng tương đối ổn định, trong đó cá tuyết trắng, cá tra và cá rô phi là các sản phẩm chủ lực



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 16: Giá nhập khẩu bình quân, nhóm 5 loại cá thịt trắng được nhập khẩu nhiều nhất (USD/kg)

Cá tra hiện là loại rẻ nhất với giá nhập khẩu thấp hơn 20% so với cá minh thái Alaska & thấp hơn 40% so với cá rô phi



Nguồn: NOAA

Xuất khẩu thủy sản của Việt Nam sang Mỹ: Cơ hội cho cá tra và tôm...

Biểu đồ 15 cho thấy tổng lượng nhập khẩu cá thịt trắng của Mỹ vẫn ổn định nhưng lượng nhập khẩu cá rô phi – 55% trong số đó đến từ Trung Quốc – đã giảm do mức thuế 25% áp lên mặt hàng này. Trong khi đó, nhập khẩu cá tra và cá tuyết đã tăng lên. Mức thuế bổ sung 10% đối với cá rô phi Trung Quốc (loại cá thịt trắng được nhập khẩu nhiều thứ hai vào Mỹ) và cá tuyết có thể làm giảm thị phần của họ hơn nữa đồng thời tạo cơ hội cho các loại cá thịt trắng khác, đặc biệt là cá tra, loại cá thịt trắng phổ biến có giá cả phải chăng nhất ở Mỹ (Biểu đồ 16).

Nếu mức thuế 25% (đang bị trì hoãn) đối với hàng nhập khẩu từ Canada và Mexico được áp dụng, điều này cũng có thể mang lại lợi ích cho xuất khẩu tôm. Canada dẫn đầu về xuất khẩu cua và tôm hùm sang Mỹ, trong khi Mexico nằm trong số 10 nhà xuất khẩu tôm hàng đầu, với tôm là sản phẩm thủy sản được nhập khẩu nhiều nhất tại Mỹ.

...mặc dù bất ổn đang gia tăng

Những lo ngại về chính sách thuế của Tổng thống Trump vẫn tiếp diễn, với khả năng Việt Nam có thể đối mặt với việc đánh thuế trong tương lai do thặng dư thương mại

lớn. Tuy nhiên, xuất khẩu thủy sản ít có nguy cơ hơn so với hàng may mặc, dệt may và da giày, do các ngành này có hàm lượng nguyên liệu có xuất xứ nước ngoài cao. Với hơn 90% nguyên liệu có xuất xứ trong nước – đặc biệt là cá tra – ngành thủy sản Việt Nam vẫn tương đối ít bị ảnh hưởng bởi các mối đe dọa thuế quan.

Điều chỉnh dự báo cho năm 2025-2026, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027

Sau khi đánh giá tác động tiềm tàng của mức thuế 10% đối với Trung Quốc và KQKD năm 2024, HSC điều chỉnh tăng tổng thể 11,4% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 của các doanh nghiệp thủy sản trong danh sách khuyến nghị. Cụ thể, cho năm 2025, chúng tôi tăng 18,9% dự báo lợi nhuận thuần của VHC, giữ nguyên dự báo của FMC và giảm 36% dự báo của ANV.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 cho các doanh nghiệp thủy sản trong danh sách khuyến nghị, với lợi nhuận tổng thể dự báo tăng trưởng 8,7%.

Bảng 17: Dự báo cũ và mới cho năm 2025-2026, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 8,5% & 14,4% dự báo tổng lợi nhuận thuần năm 2025-2026, chủ yếu liên quan đến VHC

Tỷ đồng	2024		2025				2026				2027	
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Mới	Tăng trưởng
VHC												
Doanh thu	12,535	24.94%	14,004	14,375	2.7%	14.7%	15,464	16,042	3.7%	11.6%	17,256	7.6%
Lợi nhuận thuần	1,234	34.22%	1,349	1,603	18.9%	30.0%	1,437	1,811	26.0%	13.0%	1,967	8.6%
ANV												
Doanh thu	4,911	10.64%	5,904	5,360	-9.2%	9.1%	6,099	5,526	-9.4%	3.1%	5,686	2.9%
Lợi nhuận thuần	48	23.51%	234	145	-38.0%	199.9%	268	177	-34.1%	21.6%	199	12.5%
FMC												
Doanh thu	6,913	35.88%	7,432	7,747	4.2%	12.1%	8,037	8,684	8.1%	12.1%	9,661	11.2%
Lợi nhuận thuần	306	10.74%	353	351	-0.5%	14.9%	370	386	4.3%	9.9%	416	7.7%
Tổng												
Doanh thu	24,359	24.54%	27,340	27,482	0.5%	12.8%	29,600	30,253	2.2%	10.1%	32,603	7.8%
Lợi nhuận thuần	1,588	28.62%	1,936	2,100	8.5%	32.2%	2,075	2,374	14.4%	13.0%	2,581	8.7%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Lý giải cho những điều chỉnh về giá mục tiêu, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu mới	Giá mục tiêu cũ	Điều chỉnh	Do điều chỉnh:		
					Điều chỉnh dự báo lợi nhuận	Cập nhật WACC	
VHC	Mua vào	92,200	91,600	0.7%	3.7%	-3.0%	
ANV	Tăng tỷ trọng	19,200	20,200	-5.0%	-4.0%	-1.0%	
FMC	Mua vào	58,000	59,300	-2.2%	-1%	-1.7%	

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

Trong Bảng 18-19, HSC tóm tắt giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF cho ba doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 và cập nhật giả định WACC.

Bảng 19: Tính toán WACC, mới & cũ, các doanh nghiệp ngành Thủy sản trong phạm vi khuyến nghị của HSC

Chúng tôi điều chỉnh nhẹ giả định WACC dựa trên cập nhật về thuế suất hiện hành & lãi suất

	Cũ				Mới			
	Beta	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC	Beta	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC
VHC	1.3	13.8%	6.8%	12.0%	1.4	14.1%	4.4%	12.2%
ANV	1.2	13.0%	4.0%	9.8%	1.2	13.0%	4.0%	9.9%
FMC	1.00	11.5%	4.4%	9.4%	1.00	11.5%	4.9%	9.5%

Nguồn: HSC

Bảng 20: Biến động giá cổ phiếu và P/E trượt dự phóng 1 năm, các doanh nghiệp ngành Thủy sản HSC khuyến nghị

Mã CK	Thị giá (đồng)	Biến động giá tuyệt đối của cp (%)			Biến động giá cp tương quan với chỉ số			P/E trượt dự phóng 1 năm	Bình quân quá khứ (từ T1/21)
		1 tháng	3 tháng	12 tháng	1 tháng	3 tháng	12 tháng		
VHC	69,300	3.9%	-3.2%	10.8%	2.3%	-7.7%	1.7%	9.6	9.0
ANV	16,850	-10.2%	-7.7%	9.3%	-11.5%	-12.0%	0.3%	30.1	27.2
FMC	46,600	0.3%	0.7%	4.6%	-1.2%	-4.1%	-4.0%	8.6	9.2
Bình quân		-4.9%	-3.5%	7.0%	-6.4%	-8.0%	-1.8%	16.1	15.1

Nguồn: HSC, Factset

Bối cảnh định giá

Trong 1 tháng & 3 tháng qua, giá các cổ phiếu thủy sản diễn biến kém tích cực, có thể là do giá xuất khẩu yếu trong cuối tháng 12/2024 và tháng 1/2025 khi thị trường đang chờ đợi thêm tín hiệu từ các thị trường xuất khẩu (đặc biệt là về chính sách thuế ở thị trường Mỹ). Theo đó, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,0 lần. FMC đang giao dịch với mức giá rẻ với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,2 lần và ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,1 lần, cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với mức bình quân quá khứ ở mức 27,2 lần.

Lựa chọn đầu tư của HSC

VHC: Hưởng lợi từ chính sách thuế của Mỹ đối với Trung Quốc

VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra duy nhất tại Việt Nam đủ điều kiện được dỡ bỏ thuế CBPG tại thị trường Mỹ, giúp VHC có lợi thế so với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra khác của Việt Nam. Ngoài ra, Mỹ đã áp thuế 10% đối với hàng hóa Trung Quốc, cộng với các mức thuế hiện hành từ 15-25% đối với các sản phẩm thủy sản, tạo cơ hội cho cá tra giành thị phần từ cá rô phi Trung Quốc. VHC, với tư cách là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu sang Mỹ, đang chiếm khoảng 44% tổng lượng cá tra nhập khẩu của Mỹ.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 92.200đ, sau khi điều chỉnh tăng 22,5% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026. Dự báo hiện tại của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 16,8 % (so với mức nền của năm 2024).

FMC: Định giá rẻ, lợi nhuận tăng trưởng tích cực

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu mới là 58.000đ đối với FMC sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và cập nhật giả định WACC.

HĐKD cốt lõi của FMC vẫn vững chắc, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, nhờ công suất hoạt động tại các nhà máy mới tăng và nhu cầu mạnh hơn ở các thị trường trọng điểm. HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện sẽ bù đắp tác động của thuế chống trợ cấp 2,84% mới được áp dụng.

ANV: Thị trường Trung Quốc kém tích cực bào mòn lợi nhuận

Với mức thuế bổ sung 10% của Mỹ cộng với các mức thuế hiện hành từ 15-25% đối với các sản phẩm thủy sản của Trung Quốc, HSC dự đoán sự cạnh tranh sẽ gia tăng đối với ANV khi các sản phẩm của Trung Quốc quay trở lại thị trường nội địa. Trung Quốc hiện chiếm khoảng 31% tổng lượng xuất khẩu của ANV.

Tuy nhiên, ANV dự kiến sẽ có thêm nhiều cơ hội ở Mỹ, thị trường chiếm 8,4% tổng lượng xuất khẩu của công ty. Mặc dù HSC giảm bình quân 36% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ từ mức nền thấp của năm 2024, được hỗ trợ bởi chi phí nuôi giảm và giá bán bình quân cải thiện. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF là 19.200đ.

Mua vào (giữ nguyên)

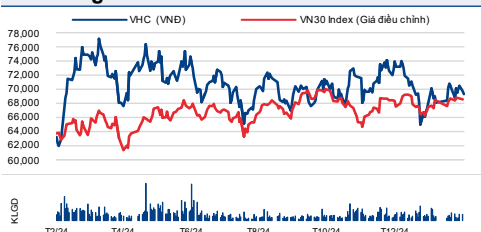
Giá mục tiêu: VNĐ92,200 (từ VNĐ91,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 33.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/2/2025)	69,300
Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	61,955-77,127
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	69,833
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,555
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	610
Slg CP lưu hành (tr.đv)	224
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	224
Slg CP NN được mua (tr.đv)	160
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	28.8%
Tỷ lệ freefloat	56.7%
Cổ đông lớn	ường Thị Lệ Khanh (43.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.28	(3.19)	10.1
So với chỉ số	1.43	(8.05)	0.84
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	7,144	7,373	(3.1)
2026F	8,070	8,871	(9.0)
2027F	8,762	9,310	(5.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VHC là công ty xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam. Thị trường xuất khẩu chính gồm: Mỹ, Trung Quốc và Châu Âu.

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim

Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Vị thế tốt để mở rộng thị phần tại Mỹ

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng giá mục tiêu lên 92.200đ (từ 91.600đ trước đó) sau khi điều chỉnh dự báo năm 2025-2026 và đưa ra các giả định định giá mới.
- VHC có khả năng là đơn vị được hưởng lợi nhiều nhất từ chính sách thuế của Mỹ đối với cá rô phi Trung Quốc. Chúng tôi tăng bình quân 22,5% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 nhờ triển vọng tích cực hơn của công ty tại thị trường này. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 16,8 %.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,0 lần. HSC tin rằng VHC xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Sự kiện: Phân tích tác động của chính sách thuế của Tổng thống Trump đối với xuất khẩu cá tra

Vào tháng 1/2025, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã công bố giai đoạn đầu tiên trong việc áp mức thuế bổ sung 10% đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc, có hiệu lực từ ngày 4/2/2025. Mức thuế bổ sung 10% này cộng với các mức thuế hiện hành từ 15-25%, dự kiến sẽ làm suy yếu hơn nữa xuất khẩu thủy sản của Trung Quốc sang Mỹ, tạo cơ hội cho các loại cá thịt trắng khác, đặc biệt là cá tra, loại cá thịt trắng có giá cả phải chăng nhất ở Mỹ. VHC đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ tình hình này với tư cách là nhà xuất khẩu cá tra hàng đầu sang Mỹ, nắm giữ khoảng 44% thị phần. Với việc thuế CBPG được gỡ bỏ kể từ cuối năm 2024, VHC có lợi thế cạnh tranh đáng kể trên thị trường này.

Tác động: Điều chỉnh dự báo cho năm 2025-2026, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027

HSC điều chỉnh tăng bình quân 22,5% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu do tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp trong mảng cá tra, nhờ triển vọng tại thị trường Mỹ tích cực hơn, giá bán bình quân cải thiện và chi phí nuôi giảm. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 30% đạt 1.603 tỷ đồng trong năm 2025, sau đó tăng trưởng tiếp 13% đạt 1.811 tỷ đồng trong năm 2026. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 1.967 tỷ đồng, tăng trưởng 8,6%.

Dự báo mới cho năm 2025-2026 của HSC – hơi thấp hơn so với bình quân dự báo thị trường, có thể do giả định về giá bán bình quân của HSC khá thận trọng – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 16,8%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,0 lần.

Sau khi tăng 22,5% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, bù đắp cho việc tăng nhẹ giả định WACC, HSC điều chỉnh tăng 2,2% giá mục tiêu lên 92.200đ. Với vị thế vững chắc tại thị trường Mỹ, VHC có khả năng giành thị phần từ cá rô phi Trung Quốc; theo đó, HSC tin rằng VHC xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,398	1,744	2,192 ▲	2,456 ▲	2,594 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	919	1,234	1,603 ▲	1,811 ▲	1,967 ▲
EPS ĐC (đồng)	5,000	5,496	7,144 ▲	8,070 ▲	8,762 ▲
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	44,629	38,685	45,257 ▼	52,513	60,502
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.7	9.90	7.52	6.77	6.40
P/E ĐC (lần)	13.9	12.6	9.70	8.59	7.91
Lợi suất cổ tức (%)	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89
P/B (lần)	1.55	1.79	1.53	1.32	1.15
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(53.6)	9.93	30.0	13.0	8.58
ROAE (%)	11.6	14.5	17.0	16.5	15.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng bình quân 22,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra duy nhất tại Việt Nam được dỡ bỏ thuế CBPG tại thị trường Mỹ, giúp VHC có lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra khác của Việt Nam. Ngoài ra, Mỹ đang áp dụng mức thuế bổ sung 10% đối với hàng hóa Trung Quốc, ngoài mức thuế 25% đã áp dụng trước đó đối với các sản phẩm thủy sản. Điều này mở ra cơ hội cho VHC – hiện là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra số 1 sang thị trường Mỹ – giành thêm thị phần từ cá rô phi Trung Quốc. HSC điều chỉnh tăng 22,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 đối với VHC nhờ triển vọng tích cực hơn tại thị trường Mỹ đồng thời tăng 2,2% giá mục tiêu lên 92.200đ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC, với tiềm năng tăng giá 33%.

Dự báo mới cho năm 2025-2026

HSC điều chỉnh tăng bình quân 22,5% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu do tăng giá định tỷ suất lợi nhuận gộp trong mảng cá tra, nhờ triển vọng tại thị trường Mỹ tích cực hơn, giá bán bình quân cải thiện và chi phí nuôi giảm.

Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 30% đạt 1.603 tỷ đồng trong năm 2025, sau đó tăng trưởng tiếp 13% đạt 1.811 tỷ đồng trong năm 2026. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 1.967 tỷ đồng, tăng trưởng 8,6%.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt khoảng 16,8%.

Bảng 21: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, VHC

HSC điều chỉnh tăng bình quân 22,5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 dựa trên triển vọng tích cực hơn của thị trường Mỹ

Tỷ đồng	2024			2025F			2026F			2027F		
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Mới	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	12,535	24.9%	14,004	14,375	14.7%	2.7%	15,464	16,042	11.6%	3.7%	17,256	7.6%
Lợi nhuận thuần	1,234	34.1%	1,349	1,603	30.0%	18.9%	1,437	1,811	13.0%	26.0%	1,967	8.6%

Nguồn: HSC

Bảng 22: Điều chỉnh giá định doanh thu, VHC

HSC điều chỉnh tăng 12,8% giá định doanh thu mảng cá tra dựa trên triển vọng thị trường Mỹ sẽ tích cực hơn nhưng điều chỉnh giảm dự báo doanh thu mảng collagen & gelatin và các mảng khác dựa trên kết quả thực hiện năm 2024

Tỷ đồng	2024			2025F			2026F			2027F		
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Mới	Tăng trưởng
Phi lê cá tra	7,021	26.8%	7,276	8,133	15.8%	11.8%	7,740	8,796	8.2%	13.6%	8,884	1.0%
Phụ phẩm	1,831	9.7%	1,920	2,024	10.5%	5.4%	2,037	2,191	8.3%	7.6%	2,207	0.7%
Collagen&gelatin	773	7.4%	943	853	10.4%	-9.5%	1,009	896	5.0%	-11.2%	950	6.1%
Khác	2,911	38.2%	3,864	3,365	15.6%	-12.9%	4,678	4,159	23.6%	-11.1%	5,214	25.4%

Nguồn: HSC

Bảng 23: Điều chỉnh giá định tỷ suất lợi nhuận & tỷ lệ chi phí QL&BH/ doanh thu, VHC

HSC điều chỉnh tăng lần lượt 17,3% & 17,5% dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân cho năm 2025-26 sau khi nâng giá định giá bán bình quân tại thị trường Mỹ, đồng thời điều chỉnh giảm nhẹ giá định tỷ lệ chi phí QL&BH/ doanh thu dựa trên kết quả thực hiện trong năm 2024

%	2024		2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Mới
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.1%	16.5%	17.3%	0.8%	16.1%	17.5%	1.4%	17.7%
Chi phí QL&BH/ Doanh thu	5.1%	5.6%	5.4%	-0.2%	5.6%	5.4%	-0.2%	5.4%
Tỷ suất LNTT	11.9%	11.9%	13.5%	1.6%	11.5%	13.7%	2.2%	13.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.8%	9.4%	11.2%	1.8%	9.1%	11.3%	2.2%	11.4%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 2,2% giá mục tiêu lên 92.200đ và duy trì khuyến nghị Mua vào (tiềm năng tăng giá 33%).

Những giả định định giá cơ bản như sau:

- Tăng bình quân 22,5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026.
- Tăng giả định WACC lên 12,2% từ mức 12% trước đó, phản ánh chi phí vốn CSH ở mức 14,1% (so với 13,8% trước đó) và chi phí vốn vay 4,4% (từ 6,8% trước đó) khi HSC cập nhật lãi suất bình quân, thuế TNDN theo số liệu thực tế năm 2024 và cập nhật hệ số beta lên 1,35 so với 1,3 trước đó theo Bloomberg.

HSC tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 24-26. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 27.

Bảng 24: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VHC

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	1,716	1,939	2,115	2,306	2,546
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,475	1,667	1,819	1,984	2,193
Cộng: Khấu hao	476	517	478	484	531
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(555)	(599)	(451)	(474)	(423)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(305)	(944)	(830)	(525)	(51)
UFCF	1,090	641	1,016	1,469	2,249

Nguồn: HSC

Bảng 25: Tính toán WACC, VHC

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.4
Chi phí vốn CSH	14.1%
Lãi suất bình quân	5.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	12.4%
Chi phí nợ	4.4%
Tỷ trọng nợ	20.0%
WACC	12.2%

Nguồn: HSC

Bảng 26: Định giá DCF, VHC

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	4,930
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	14,237
Tổng giá trị của doanh nghiệp	19,167
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	3,724
Trừ: Tổng nợ	1,777
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	419
Giá trị của vốn CSH	20,695
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	224
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	92,200

Nguồn: HSC

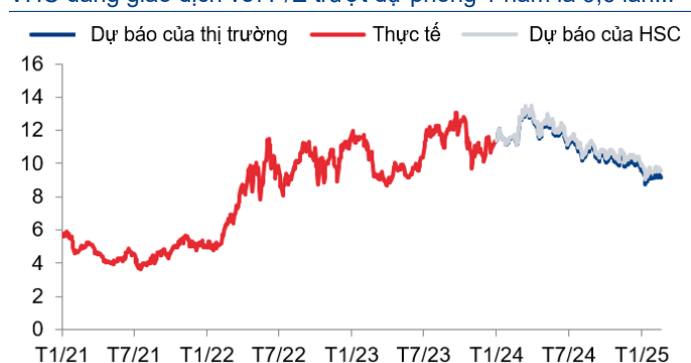
Bảng 27: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), VHC

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
Lãi suất phi rủi ro		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	3.0%	92,500	96,000	100,000	104,300	109,200
	3.5%	89,100	92,300	95,900	99,900	104,300
	4.0%	86,000	88,900	92,200	95,800	99,800
	4.5%	83,000	85,800	88,800	92,100	95,700
	5.0%	80,300	82,800	85,600	88,600	91,900

Nguồn: HSC

Biểu đồ 28: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHC

VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 29: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VHC

...cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 9 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Ở thị giá hiện tại, VHC giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,0 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	10,033	12,535	14,375	16,042	17,256
Lợi nhuận gộp	1,493	1,891	2,492	2,806	3,047
Chi phí BH&QL	(524)	(639)	(776)	(866)	(932)
Thu nhập khác	50.0	66.9	0	0	0
Chi phí khác	(23.2)	(31.8)	0	0	0
EBIT	996	1,288	1,716	1,939	2,115
Lãi vay thuần	148	207	229	258	270
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.80	2.24	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,145	1,496	1,945	2,197	2,386
Chi phí thuế TNDN	(171)	(186)	(241)	(273)	(296)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(54.6)	(77.1)	(100)	(113)	(123)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	919	1,234	1,603	1,811	1,967
Lợi nhuận thuần ĐC	919	1,234	1,603	1,811	1,967
EBITDA ĐC	1,398	1,744	2,192	2,456	2,594
EPS (đồng)	5,000	6,596	7,144	8,070	8,762
EPS ĐC (đồng)	5,000	6,596	7,144	8,070	8,762
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	184	187	224	224	224
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	187	224	224	224	224
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	187	224	224	224	224

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	233	570	837	696	222
Đầu tư ngắn hạn	2,069	2,340	2,887	3,753	4,879
Phải thu khách hàng	1,578	2,207	2,489	2,655	2,924
Hàng tồn kho	3,763	2,911	3,206	3,954	4,499
Các tài sản ngắn hạn khác	245	213	260	318	315
Tổng tài sản ngắn hạn	7,888	8,241	9,679	11,375	12,838
TSCĐ hữu hình	3,081	3,059	3,202	3,348	3,385
TSCĐ vô hình	463	471	443	414	384
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	55.9	55.9	50.0	50.0	50.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	11.3	13.5	11.3	11.3	11.3
Tài sản dài hạn khác	444	408	426	423	396
Tổng tài sản dài hạn	4,054	4,008	4,131	4,245	4,227
Tổng cộng tài sản	11,943	12,249	13,810	15,620	17,065
Nợ ngắn hạn	2,157	2,277	1,777	1,777	1,277
Phải trả người bán	309	272	417	427	440
Nợ ngắn hạn khác	617	544	767	840	853
Tổng nợ ngắn hạn	3,233	3,193	3,180	3,248	2,776
Nợ dài hạn	102	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	8.06	5.72	5.72	5.72	5.72
Nợ dài hạn khác	0.30	29.3	28.8	28.8	28.8
Tổng nợ dài hạn	110	35.0	34.5	34.5	34.5
Tổng nợ phải trả	3,351	3,247	3,233	3,301	2,830
Vốn chủ sở hữu	8,348	8,683	10,158	11,787	13,580
Lợi ích cổ đông thiểu số	244	319	419	532	655
Tổng vốn chủ sở hữu	8,591	9,002	10,577	12,319	14,235
Tổng nợ phải trả và VCSH	11,943	12,249	13,810	15,620	17,065
BVPS (đ)	44,629	38,685	45,257	52,513	60,502
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,026	1,707	940	1,081	1,056

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	996	1,288	1,716	1,939	2,115
Khấu hao	(402)	(456)	(476)	(517)	(478)
Lãi vay thuần	148	207	229	258	270
Thuế TNDN đã nộp	(315)	(259)	(241)	(273)	(296)
Thay đổi vốn lưu động	(470)	742	(305)	(944)	(830)
Khác	(67.0)	(114)	(174)	(30.0)	(25.8)
LCT thuần từ HKKD	546	2,113	1,472	1,210	1,442
Đầu tư TS dài hạn	(677)	(705)	(555)	(599)	(451)
Góp vốn & đầu tư	(3,552)	(4,171)	0	0	0
Thanh lý	4.49	10.8	0	0	0
Khác	3,431	4,003	463	502	518
LCT thuần từ HĐĐT	(793)	(863)	(92.4)	(96.6)	67.2
Cổ tức trả cho CSH	0	(899)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	56.7	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(129)	(12.5)	(1,112)	(1,254)	(1,983)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(72.5)	(912)	(1,112)	(1,254)	(1,983)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	554	233	570	837	696
LCT thuần trong kỳ	(320)	338	267	(141)	(475)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.58)	(0.71)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	232	570	837	696	222
Dòng tiền tự do	(131)	1,408	917	611	990

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.9	15.1	17.3	17.5	17.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.9	13.9	15.2	15.3	15.0
Tỷ suất LNT (%)	9.16	9.84	11.2	11.3	11.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.0	12.4	12.4	12.4	12.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	(24.2)	24.9	14.7	11.6	7.56
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(45.9)	24.7	25.7	12.0	5.59
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(53.5)	34.2	30.0	13.0	8.58
Tăng trưởng EPS (%)	(53.6)	31.9	8.31	13.0	8.58
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(53.6)	9.93	30.0	13.0	8.58
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.0	30.3	28.0	24.8	22.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.6	14.5	17.0	16.5	15.5
ROACE (%)	12.0	14.5	17.4	16.9	15.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.85	1.04	1.10	1.09	1.06
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.55	1.64	0.86	0.62	0.68
Số ngày tồn kho	161	99.8	98.5	109	116
Số ngày phải thu	67.4	75.7	76.4	73.2	75.1
Số ngày phải trả	13.2	9.31	12.8	11.8	11.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	24.5	20.1	9.55	9.47	8.07
Nợ/tài sản (%)	19.1	18.9	13.1	11.6	7.72
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	1.33	0.82	0.74	0.51
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.44	2.58	3.04	3.50	4.62
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.49	1.38	1.15	1.04	0.96
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.7	9.90	7.52	6.77	6.40
P/E (lần)	13.9	10.5	9.70	8.59	7.91
P/E ĐC (lần)	13.9	12.6	9.70	8.59	7.91
P/B (lần)	1.55	1.79	1.53	1.32	1.15
Lợi suất cổ tức (%)	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ58,000 (từ VNĐ59,300)

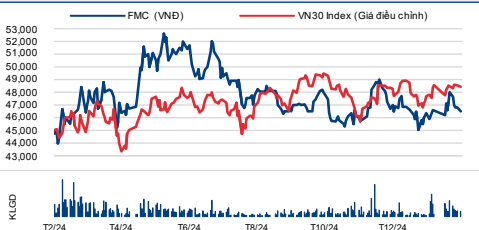
Tiềm năng tăng/giảm: 24.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/2/2025) 46,600

Mã Bloomberg	FMC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	43,977-52,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	46,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,047
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	119
Slg CP lưu hành (tr.đv)	65.4
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	32.0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	12.4
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	30.0%
Tỷ lệ freefloat	25.0%
Cổ đông lớn	ĐT CP tập đoàn PAN (37.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0.54	1.41	4.82
So với chỉ số	(1.26)	(3.68)	(4.03)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,371	5,768	(6.9)
2026F	5,901	6,710	(12.1)
2027F	6,356	7,886	(19.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

FMC là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn thứ 3 Việt Nam, tập trung vào phân khúc hàng chất lượng cao và chế biến sâu.

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim

Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Tăng trưởng ổn định; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FMC nhưng giảm giá mục tiêu xuống 58.000đ (từ 59.300đ trước đó) do tăng giả định WACC.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 vì kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp tăng sẽ bù đắp cho tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu tăng. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,8% (từ mức nền cao của năm 2024).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phòng 1 năm là 8,6 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,2 lần.

Sự kiện: Phân tích tác động của chính sách thuế của Tổng thống Trump đối với xuất khẩu tôm Việt Nam

Trong tháng 1/2025, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã công bố kế hoạch áp mức thuế 25% đối với hàng nhập khẩu từ Canada và Mexico và mức thuế 10% đối với hàng hóa Trung Quốc bắt đầu từ ngày 4/2/2025. Mặc dù việc áp dụng thuế đối với hàng hóa Canada và Mexico đã bị hoãn lại một tháng, nhưng vẫn có khả năng sẽ được áp dụng, dù HSC cho rằng kịch bản này khó xảy ra.

Hiện tại, thủy sản nhập khẩu từ Canada và Mexico, chủ yếu là tôm hùm, cua và tôm, không phải chịu thuế. Nếu được áp dụng, mức thuế 25% sẽ đẩy giá lên cao, khiến nhu cầu giảm, và mở ra cơ hội cho các nước xuất khẩu không bị đánh thuế như Việt Nam.

Tác động: Duy trì dự báo cho năm 2025-2026, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027

Sau khi đánh giá KQKD thực hiện năm 2024, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 với lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc 14,9% trong năm 2025 đạt 351 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng tiếp 9,9% trong năm 2026 đạt 386 tỷ đồng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 416 tỷ đồng (tăng trưởng 7,7%).

HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện trong năm 2025-2026, nhờ công suất hoạt động tại các nhà máy tăng và chi phí nuôi được kiểm soát tốt hơn. Điều này sẽ bù đắp tác động tiêu cực của việc tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu tăng do thuế chống trợ cấp 2,84% được áp dụng tại thị trường Mỹ.

Dự báo mới cho năm 2025-2026 của HSC cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,8%, thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường, có thể là do quan điểm thận trọng của HSC về chi phí nuôi tôm, là chi phí thường khó dự đoán do rủi ro dịch bệnh.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phòng 1 năm là 8,6 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,2 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 58.000đ.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	447	547	589	619	669
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	276	306	351	386	416
EPS ĐC (đồng)	4,222	4,675	5,371	5,901	6,356
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	31,026	33,151	36,522	40,423	44,780
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.65	5.25	5.44	5.17	4.46
P/E ĐC (lần)	11.0	9.97	8.68	7.90	7.33
Lợi suất cổ tức (%)	4.29	4.29	4.29	4.29	4.29
P/B (lần)	1.50	1.41	1.28	1.15	1.04
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.2)	10.7	14.9	9.87	7.71
ROAE (%)	14.0	14.6	15.4	15.3	14.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng trưởng ổn định và định giá rẻ. Duy trì khuyến nghị Mua vào

HĐKD cốt lõi của FMC vẫn vững chắc, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, nhờ công suất hoạt động tại các nhà máy mới tăng và nhu cầu mạnh hơn ở các thị trường trọng điểm. HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện sẽ bù đắp tác động tiêu cực của thuế chống trợ cấp 2,84% mới được áp dụng. Mặc dù mức thuế 25% đối với các sản phẩm của Canada và Mexico khó có thể được áp dụng, nhưng Mỹ vẫn là thị trường tiềm năng cho xuất khẩu tôm, đặc biệt là các sản phẩm giá trị gia tăng như tôm tẩm bột, tôm hấp, v.v... HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FMC với giá mục tiêu mới là 58.000đ (tiềm năng tăng giá 25%).

Dự báo lợi nhuận 2025-2026 gần như không đổi

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 416 tỷ đồng (tăng trưởng 7,7%) và doanh thu thuần đạt 9.661 tỷ đồng (tăng trưởng 11,2%). Dự báo mới này cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,8%, ngay cả khi so với mức nền cao của năm 2024.

Những giả định định giá cơ bản của HSC như sau:

- Tăng bình quân 6% dự báo doanh thu thuần năm 2025-2026 do giả định công suất hoạt động tăng và nhu cầu mạnh mẽ ở các thị trường trọng điểm.
- Tăng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025-2026 lên mức 11,3% và 11,2% từ mức 10% và 10,2% trước đó, do chi phí nuôi giảm và công suất hoạt động tăng tại các nhà máy Sao Ta và Tam An, theo số liệu thực tế năm 2024.
- Tăng tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu lên mức 5,7% từ mức 4,4% và 4,8% trước đó do thuế chống trợ cấp 2,84% có hiệu lực vào giữa năm 2025.

Chi tiết dự báo giai đoạn 2025-2027 của HSC như sau.

Bảng 30: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, FMC

HSC hiện dự báo tốc độ tăng trưởng kép 3 năm của lợi nhuận thuần là 8,9% dựa trên mức nền cao trong năm 2024

Tỷ đồng	2024			2025F			2026F			2027F		
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Mới	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	6,913	35.9%	7432	7,747	12.1%	4.2%	8037	8,684	12.1%	8.1%	9,661	11.2%
Lợi nhuận thuần	306	10.7%	353	351	14.9%	-0.5%	370	386	9.9%	4.3%	416	7.7%

Nguồn: HSC

Bảng 31: Giả định theo danh mục sản phẩm, FMC

Chúng tôi duy trì phần lớn các giả định

	2024		2025F			2026F				2027F		
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Mới	Tăng trưởng
Xuất khẩu tôm												
Doanh thu (tỷ đồng)	6,772	37.4%	7,290	7,598	12.2%	4.2%	7,885	8,525	12.2%	8.1%	9,490	11.3%
Sản lượng XK (tấn)	22,164	27.8%	22,847	24,381	10.0%	6.7%	23,989	26,819	10.0%	11.8%	29,501	10.0%
Giá XK (nghìn đồng/kg)	306	7.5%	319	312	2.0%	-2.3%	329	318	2.0%	-3.4%	322	1.2%
Xuất khẩu nông sản												
KNXK (tỷ đồng)	141	-11.7%	142	149	5.7%	4.7%	152	159	7.1%	4.7%	170	7.1%
Sản lượng XK (tấn)	1,309	-4.1%	1,313	1,374	5.0%	4.7%	1,378	1,443	5.0%	4.7%	1,515	5.0%
Giá XK (nghìn đồng/kg)	107	-9.1%	108	108	0.7%	0.1%	110	110	2.0%	0.3%	112	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 32: Điều chỉnh giả định tỷ suất lợi nhuận gộp & tỷ lệ QL&BH/ doanh thu, FMC

Dựa trên kết quả thực tế trong năm 2024, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2025-2026 và giúp bù đắp cho việc nâng giả định tỷ lệ chi phí QL&BH/ doanh thu

	2024		2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Mới
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.9%	10.0%	11.3%	1.3%	10.2%	11.2%	1.0%	10.6%
Chi phí QL&BH/ Doanh thu	5.6%	4.4%	5.7%	1.3%	4.8%	5.7%	0.9%	5.7%
Tỷ suất LNTT	6.1%	5.8%	6.4%	0.6%	5.6%	6.3%	0.7%	5.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.4%	4.7%	4.5%	-0.2%	3.9%	4.4%	0.5%	4.1%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Do tăng nhẹ giả định WACC, HSC giảm 2,2% giá mục tiêu xuống 58.000đ (từ 59.300đ trước đó) nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 25%.

Những giả định định giá cơ bản như sau:

- Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,8%.
- HSC tăng giả định WACC lên 9,5% từ mức 9,4% trước đó, phản ánh chi phí vốn CSH ở mức 11,5% (không đổi) và chi phí vốn vay 4,9% (từ 4,4% trước đó) khi HSC cập nhật lãi suất bình quân, thuế TNDN theo số liệu thực tế năm 2024.

Bảng 33: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, FMC

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	436	477	509	513	513
Thu nhập thuần trừ nợ vay	422	461	493	496	496
Cộng: Khấu hao	153	143	160	179	200
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(91)	(91)	(91)	(91)	(91)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(380)	(225)	(98)	(64)	(324)
UFCF	105	288	464	521	281

Nguồn: HSC

Bảng 34: Tính toán WACC, FMC

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta (lần)	1.0
Chi phí vốn CSH	11.5%
Lãi suất bình quân	5.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	2.8%
Chi phí nợ sau thuế	4.9%
Tỷ trọng nợ	30.0%
WACC	9.5%

Nguồn: HSC

Bảng 35: Định giá DCF, FMC

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	1,347
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,657
Tổng giá trị của doanh nghiệp	4,004
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	937
Trừ: Tổng nợ	(815)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(334)
Giá trị của vốn CSH	3,792
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	65
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	58,000

Nguồn: HSC

Bảng 36: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), FMC

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	52,500	57,300	63,600	72,100	84,000
	3.5%	50,600	55,000	60,700	68,200	78,600
	4.0%	48,800	52,900	58,000	64,700	73,800
	4.5%	47,200	50,900	55,500	61,600	69,600
	5.0%	45,600	49,000	53,300	58,700	65,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phòng 1 năm là 8,6 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,2 lần. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Biểu đồ 37: P/E trượt dự phóng 1 năm, FMC

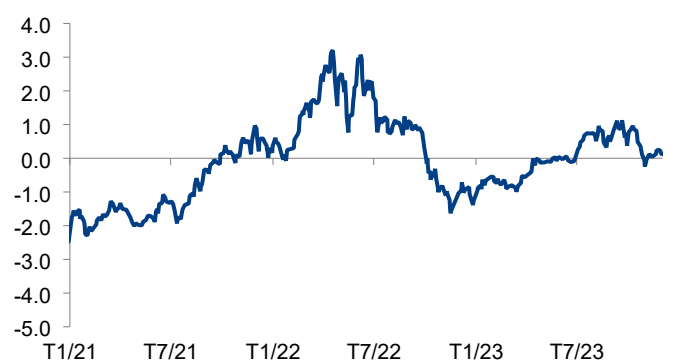
Dựa trên ước tính của chúng tôi, FMC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 38: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, FMC

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 9,2 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	5,087	6,913	7,747	8,684	9,661
Lợi nhuận gộp	493	752	875	969	1,057
Chi phí BH&QL	(201)	(388)	(439)	(493)	(548)
Thu nhập khác	0.99	0.29	0	0	0
Chi phí khác	(0.04)	(0.60)	0	0	0
EBIT	293	363	436	477	509
Lãi vay thuần	11.5	58.9	63.7	72.2	81.8
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	305	422	500	549	591
Chi phí thuế TNDN	(2.26)	0.82	(14.0)	(15.4)	(16.6)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(26.3)	(117)	(134)	(148)	(159)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	276	306	351	386	416
Lợi nhuận thuần ĐC	276	306	351	386	416
EBITDA ĐC	447	547	589	619	669
EPS (đồng)	4,222	4,675	5,371	5,901	6,356
EPS ĐC (đồng)	4,222	4,675	5,371	5,901	6,356
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	452	1,077	657	664	882
Đầu tư ngắn hạn	97.4	140	280	336	403
Phải thu khách hàng	492	370	515	627	619
Hàng tồn kho	1,000	1,002	1,303	1,460	1,624
Các tài sản ngắn hạn khác	86.4	51.3	95.5	106	103
Tổng tài sản ngắn hạn	2,127	2,641	2,850	3,194	3,632
TSCĐ hữu hình	942	855	793	741	672
TSCĐ vô hình	2.32	3.69	3.64	3.58	3.53
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	285	275	360	412	430
Tổng tài sản dài hạn	1,229	1,134	1,156	1,156	1,106
Tổng cộng tài sản	3,356	3,775	4,006	4,350	4,738
Nợ ngắn hạn	824	902	815	815	815
Phải trả người bán	106	118	136	161	171
Nợ ngắn hạn khác	172	258	291	314	358
Tổng nợ ngắn hạn	1,112	1,297	1,266	1,313	1,372
Nợ dài hạn	0.84	0.89	1.15	1.27	1.42
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0.84	0.89	1.15	1.27	1.42
Tổng nợ phải trả	1,122	1,309	1,284	1,332	1,393
Vốn chủ sở hữu	2,029	2,168	2,388	2,643	2,928
Lợi ích cổ đông thiểu số	205	298	334	375	417
Tổng vốn chủ sở hữu	2,234	2,466	2,722	3,018	3,345
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,356	3,775	4,006	4,350	4,738
BVPS (đ)	31,026	33,151	36,522	40,423	44,780
Nợ thuần/(tiền mặt)	373	(175)	159	153	(65.5)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	293	363	436	477	509
Khấu hao	(154)	(184)	(153)	(143)	(160)
Lãi vay thuần	11.5	58.9	63.7	72.2	81.8
Thuế TNDN đã nộp	(2.26)	0.82	(14.0)	(15.4)	(16.6)
Thay đổi vốn lưu động	(211)	36.2	(411)	(232)	(92.5)
Khác	(55.4)	(26.6)	(201)	(231)	(246)
LCT thuần từ HKKD	207	580	(8.78)	169	342
Đầu tư TS dài hạn	(218)	(69.5)	(90.7)	(90.7)	(90.7)
Góp vốn & đầu tư	(378)	(352)	(140)	(56.0)	(67.2)
Thanh lý	2.93	0.20	0	0	0
Khác	87.9	532	126	141	157
LCT thuần từ HĐĐT	(505)	111	(105)	(5.82)	(1.19)
Cổ tức trả cho CSH	(143)	(151)	(131)	(131)	(131)
Thu từ phát hành CP	0	111	0	0	0
Tăng/giảm nợ	306	77.5	(176)	(25.4)	7.89
Khác	0	(111)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	163	(73.7)	(306)	(156)	(123)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	452	1,077	657	664	882
LCT thuần trong kỳ	(135)	617	(420)	6.95	218
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.22	8.67	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	318	1,703	237	671	1,101
Dòng tiền tự do	(10.6)	511	(99.5)	78.3	252

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.69	10.9	11.3	11.2	10.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.79	7.91	7.60	7.13	6.93
Tỷ suất LNT (%)	5.43	4.42	4.53	4.44	4.30
Thuế TNDN hiện hành (%)	0.74	(0.19)	2.80	2.80	2.80
Tăng trưởng doanh thu (%)	(10.8)	35.9	12.1	12.1	11.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	11.6	22.2	7.72	5.14	8.05
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(10.2)	10.7	14.9	9.87	7.71
Tăng trưởng EPS (%)	(10.2)	10.7	14.9	9.87	7.71
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.2)	10.7	14.9	9.87	7.71
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	47.4	42.8	37.2	33.9	31.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	14.0	14.6	15.4	15.3	14.9
ROACE (%)	13.4	15.4	16.7	16.5	15.9
Vòng quay tài sản (lần)	1.60	1.94	1.99	2.08	2.13
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.71	1.60	(0.02)	0.35	0.67
Số ngày tồn kho	79.4	59.4	69.2	69.1	68.9
Số ngày phải thu	39.1	21.9	27.3	29.7	26.3
Số ngày phải trả	8.44	7.00	7.20	7.59	7.25
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	18.5	(7.37)	7.36	6.31	(1.59)
Nợ/tài sản (%)	24.7	24.3	20.8	19.1	17.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.85	1.68	1.41	1.34	1.25
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.91	2.04	2.25	2.43	2.65
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.67	0.42	0.41	0.37	0.31
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.65	5.25	5.44	5.17	4.46
P/E (lần)	11.0	9.97	8.68	7.90	7.33
P/E ĐC (lần)	11.0	9.97	8.68	7.90	7.33
P/B (lần)	1.50	1.41	1.28	1.15	1.04
Lợi suất cổ tức (%)	4.29	4.29	4.29	4.29	4.29

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ19,200 (từ VNĐ20,200)

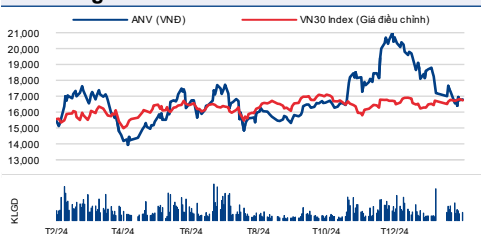
Tiềm năng tăng/giảm: 13.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/2/2025) 16,850

Mã Bloomberg	ANV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,941-21,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,493
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	176
Slg CP lưu hành (tr.đv)	267
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	131
Slg CP NN được mua (tr.đv)	63.4
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	25.2%
Tỷ lệ freefloat	33.2%
Cổ đông lớn	Doãn Tới (53.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(9.89)	(7.42)	9.64
So với chỉ số	(11.5)	(12.1)	0.38
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	544	823	(33.9)
2026F	662	834	(20.6)
2027F	745	957	(22.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

ANV là nhà xuất khẩu cá tra lớn thứ ba Việt Nam. Công ty sở hữu một chuỗi giá trị khép kín từ sản xuất TA cho cá đến nuôi cá và chế biến cá tra. ANV hiện tự sản xuất 100% cá nguyên liệu cho chế biến.

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim

Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Thị trường Trung Quốc yếu ảnh hưởng tới lợi nhuận

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ANV với tiềm năng tăng giá 14% và giảm 5% giá mục tiêu xuống 19.200đ sau khi giảm 36% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.
- Chúng tôi giảm bình quân 36% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 chủ yếu do triển vọng thị trường Trung Quốc suy yếu và sự phục hồi yếu hơn dự kiến tại thị trường này trong năm 2024. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 60,1% từ một mức nền rất thấp của năm 2024 (so với 90% trong dự báo trước đó).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 1 tháng qua, ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,1 lần, cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 27,2 lần.

Sự kiện: Phân tích tác động của chính sách thuế của Tổng thống Trump đối với xuất khẩu cá tra

Vào tháng 1/2025, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã công bố giai đoạn đầu tiên trong việc áp mức thuế bổ sung 10% đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc, có hiệu lực từ ngày 4/2/2025. Mức thuế này cộng với các mức thuế hiện hành từ 15-25%, khiến cho hàng xuất khẩu của Trung Quốc sang Mỹ kém cạnh tranh hơn. Điều này có nghĩa là các sản phẩm thủy sản của Trung Quốc có khả năng cao sẽ được tiêu thụ nhiều hơn trong thị trường nội địa, tạo ra sự cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm xuất khẩu của ANV và ảnh hưởng tiêu cực đến doanh thu. ANV đang đối mặt với rủi ro lớn do thị trường Trung Quốc chiếm 31% tổng lượng xuất khẩu của công ty, trong khi thị trường Mỹ chỉ chiếm 8,4% KNXK trong năm 2024.

Tác động: Giảm dự báo năm 2025-2026

HSC giảm mạnh bình quân 36% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, chủ yếu do giảm giá định doanh thu trong bối cảnh thị trường Trung Quốc phục hồi chậm.

Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 200% đạt 145 tỷ đồng trong năm 2025 từ một mức nền rất thấp của năm 2024, sau đó tăng trưởng tiếp 21,6% đạt 177 tỷ đồng trong năm 2026. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 199 tỷ đồng, tăng trưởng 12,5%.

Các dự báo mới của HSC cho năm 2025-2026 – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường, có thể do quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về triển vọng tại thị trường Trung Quốc – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 60% (so với dự báo trước đó là 90%) từ mức nền thấp của năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 1 tháng qua, ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,1 lần, cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 27,2 lần.

HSC giảm 5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 19.200đ, chủ yếu do giảm 36% dự báo năm 2025-2026. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 14% tại giá mục tiêu mới.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	316	149	517 ▼	565 ▼	618 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	39.2	48.4	145 ▼	177 ▼	199 ▼
EPS ĐC (đồng)	304	311	544 ▼	662 ▼	745 ▼
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	21,326	10,490	10,031 ▼	9,689 ▼	9,429 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.9	40.0	11.5	11.2	10.1
P/E ĐC (lần)	55.5	54.2	30.9	25.4	22.6
Lợi suất cổ tức (%)	5.93	5.93	5.93	5.93	5.93
P/B (lần)	0.79	1.61	1.68	1.74	1.79
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(94.3)	2.34	75.1	21.6	12.5
ROAE (%)	1.37	1.71	5.31	6.71	7.79

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm dự báo cho năm 2025-2026 do triển vọng kém tích cực tại thị trường Trung Quốc

Sự phục hồi năm 2024 của ANV đã không đạt kỳ vọng, chủ yếu do sự phục hồi yếu hơn dự kiến ở thị trường Trung Quốc, thị trường chiếm 31% tổng lượng xuất khẩu của Công ty. Cho năm 2025, với mức thuế bổ sung 10% của Mỹ cộng với các mức thuế hiện hành từ 15-25% đối với các sản phẩm thủy sản của Trung Quốc, HSC dự đoán sự cạnh tranh sẽ gia tăng đối với ANV khi các sản phẩm của Trung Quốc quay trở lại thị trường nội địa. Tuy nhiên, ANV dự kiến sẽ có thêm nhiều cơ hội ở Mỹ, thị trường chiếm 8,4% tổng lượng xuất khẩu của Công ty. Mặc dù HSC giảm bình quân 36% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ từ mức nền thấp của năm 2024, được hỗ trợ bởi chi phí nuôi giảm và giá bán bình quân cải thiện. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 19.200đ.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC giảm mạnh dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 bình quân 36%, chủ yếu do giảm giá định doanh thu trong bối cảnh thị trường Trung Quốc phục hồi chậm.

Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 200% đạt 145 tỷ đồng trong năm 2025, sau đó tăng trưởng tiếp 21,6% đạt 177 tỷ đồng trong năm 2026. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 199 tỷ đồng, tăng trưởng 12,5%. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 60 % (so với mức nền của năm 2024).

Bảng 39: Điều chỉnh ước tính lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, ANV

HSC giảm bình quân 36% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 dựa trên kết quả thực hiện năm 2024 & trong bối cảnh thị trường Trung Quốc kém tích cực

Tỷ đồng	2024		2025F				2026F				2027F	
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Mới	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	4,911	10.64%	5,904	5,360	-9.2%	9.1%	6,099	5,526	-9.4%	3.1%	5,686	2.9%
Lợi nhuận thuần	48	23.51%	234	145	-38.0%	199.9%	268	177	-34.1%	21.6%	199	12.5%

Nguồn: HSC

Bảng 40: Điều chỉnh giá định về mảng xuất khẩu cá tra, ANV

Tỷ đồng	2024		2025F				2026F				2027F	
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Mới	Tăng trưởng
KNXK (triệu USD)	107.7	-2.1%	129.5	128.5	19.4%	-0.8%	137.3	136.3	6.1%	-0.7%	145	6.1%
Sản lượng XK (tấn)	58,358	7.2%	64,494	64,491	10.5%	0.0%	67,074	67,071	4.0%	0.0%	70,425	5.0%
Giá XK bình quân (USD/kg)	1.85	-9.1%	2.01	1.99	8.0%	-0.8%	2.05	2.03	2.0%	-0.7%	2.05	1.0%

Nguồn: HSC

Bảng 41: Điều chỉnh giả định tỷ suất lợi nhuận & tỷ lệ chi phí QL&BH/ doanh thu, ANV

HSC điều chỉnh giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2025-2026 dựa trên kết quả thực hiện năm 2024 và sau khi hạ giả định giá bán bình quân

	2024		2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Mới
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11.4%	13.4%	13.1%	-0.3%	14.0%	13.9%	-0.1%	14.9%
Chi phí QL&BH/ Doanh thu	7.5%	6.5%	6.5%	0.0%	6.5%	6.5%	0.0%	6.5%
Tỷ suất LNTT	1.6%	5.0%	3.7%	-1.3%	5.5%	4.6%	-0.9%	5.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	1.0%	4.0%	3.0%	-1.0%	4.4%	3.7%	-0.7%	4.4%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 19.200đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Những giả định định giá cơ bản như sau:

- Giảm bình quân 36% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026

- Trong mô hình định giá DCF, giả định lãi suất phi rủi ro là 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5% (không đổi) và beta là 1,2 (tăng nhẹ từ 1,19 trước đó sau khi cập nhật từ Bloomberg). Giả định WACC tăng lên 9,9% từ 9,8% trước đó.

HSC tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 42-44. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 45.

Bảng 42: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, ANV

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	352	406	433	465	503
Thu nhập thuần trừ nợ vay	315	362	383	409	440
Cộng: Khấu hao	165	159	185	147	119
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(231)	(166)	(127)	(189)	(168)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(234)	(332)	125	(247)	232
UFCF	15	23	566	121	623

Nguồn: HSC

Bảng 43: Tính toán WACC, ANV

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta (lần)	1.2
Chi phí vốn CSH	13.0%
Lãi suất bình quân	5.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.0%
Tỷ trọng nợ	35.0%
WACC	9.9%

Nguồn: HSC

Bảng 44: Định giá DCF, ANV

	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	1,024
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	5,557
Tổng giá trị của doanh nghiệp	6,581
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	673
Trừ: Tổng nợ	(2,120)
Giá trị của vốn CSH	5,134
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	267
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	19,200

Nguồn: HSC

Bảng 45: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VHC

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	16,300	18,700	21,700	25,800	31,300
	3.5%	15,500	17,700	20,400	24,100	29,000
	4.0%	14,700	16,700	19,200	22,500	26,900
	4.5%	13,900	15,800	18,100	21,100	25,100
	5.0%	13,300	15,000	17,100	19,900	23,400

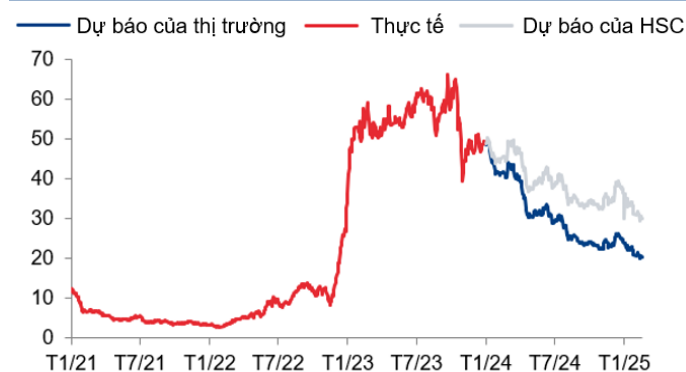
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Ở thị giá hiện tại, ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,1 lần, cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 27,4 lần.

Biểu đồ 46: P/E trượt dự phóng 1 năm, ANV

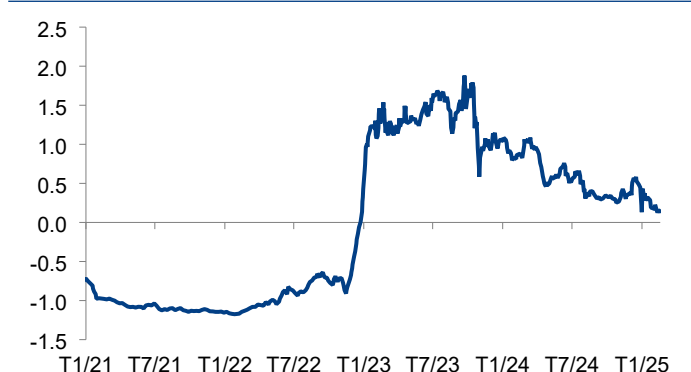
ANV hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,1 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 47: Độ lệch chuẩn so với P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân

...cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 27,4 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	4,439	4,911	5,360	5,526	5,686
Lợi nhuận gộp	447	560	703	768	805
Chi phí BH&QL	(264)	(366)	(351)	(362)	(372)
Thu nhập khác	17.7	(40.8)	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	201	153	352	406	433
Lãi vay thuần	(132)	(70.9)	(170)	(186)	(185)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(4.02)	(4.09)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	64.5	78.5	181	221	248
Chi phí thuế TNDN	(25.3)	(30.1)	(36.3)	(44.1)	(49.7)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	39.2	48.4	145	177	199
Lợi nhuận thuần ĐC	39.2	48.4	145	177	199
EBITDA ĐC	316	149	517	565	618
EPS (đồng)	304	311	544	662	745
EPS ĐC (đồng)	304	311	544	662	745
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	129	156	267	267	267
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	134	267	267	267	267
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	134	267	267	267	267

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	39.7	219	673	256	369
Đầu tư ngắn hạn	71.9	56.1	0	0	0
Phải thu khách hàng	369	552	527	526	570
Hàng tồn kho	2,347	1,653	2,070	2,303	2,159
Các tài sản ngắn hạn khác	123	105	125	133	130
Tổng tài sản ngắn hạn	2,951	2,586	3,395	3,218	3,228
TSCĐ hữu hình	1,243	1,286	1,372	1,399	1,360
TSCĐ vô hình	346	340	320	301	281
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	6.84	6.90	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	65.0	60.9	11.3	11.3	11.3
Tài sản dài hạn khác	501	583	186	182	183
Tổng tài sản dài hạn	2,162	2,277	1,890	1,893	1,835
Tổng cộng tài sản	5,113	4,862	5,285	5,111	5,063
Nợ ngắn hạn	1,784	1,624	1,974	1,974	1,974
Phải trả người bán	173	150	242	206	211
Nợ ngắn hạn khác	108	103	160	130	137
Tổng nợ ngắn hạn	2,103	1,941	2,464	2,380	2,402
Nợ dài hạn	145	111	146	146	146
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.92	1.34	1.34	1.34	1.34
Nợ dài hạn khác	15.9	12.6	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	162	124	147	147	147
Tổng nợ phải trả	2,265	2,065	2,610	2,527	2,549
Vốn chủ sở hữu	2,848	2,797	2,675	2,584	2,514
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,848	2,797	2,675	2,584	2,514
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,113	4,862	5,285	5,111	5,063
BVPS (đ)	21,326	10,490	10,031	9,689	9,429
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,889	1,516	1,447	1,864	1,751

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	201	153	352	406	433
Khấu hao	(115)	4.64	(165)	(159)	(185)
Lãi vay thuần	(132)	(70.9)	(170)	(186)	(185)
Thuế TNDN đã nộp	(25.3)	(30.1)	(36.3)	(44.1)	(49.7)
Thay đổi vốn lưu động	(124)	519	(234)	(332)	125
Khác	(115)	(118)	(180)	(220)	(216)
LCT thuần từ HKKD	(81.7)	449	(103)	(217)	293
Đầu tư TS dài hạn	(44.3)	(31.8)	(231)	(166)	(127)
Góp vốn & đầu tư	(217)	0	0	0	0
Thanh lý	150	0	0	0	0
Khác	528	32.6	30.0	26.2	29.5
LCT thuần từ HĐĐT	416	0.77	(201)	(140)	(97.6)
Cổ tức trả cho CSH	(219)	(267)	(267)	(267)	(267)
Thu từ phát hành CP	60.0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(40.2)	(3.42)	1,026	207	185
Khác	(127)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(326)	(270)	759	(60.5)	(82.2)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	31.1	39.7	219	673	256
LCT thuần trong kỳ	8.67	179	454	(417)	113
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.05)	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	39.7	219	673	256	369
Dòng tiền tự do	(126)	417	(335)	(383)	165

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	10.1	11.4	13.1	13.9	14.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.11	3.03	9.64	10.2	10.9
Tỷ suất LNT (%)	0.88	0.99	2.71	3.19	3.49
Thuế TNDN hiện hành (%)	39.2	38.3	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(9.34)	10.6	9.14	3.10	2.90
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(68.6)	(52.8)	247	9.43	9.37
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(94.2)	23.5	200	21.6	12.5
Tăng trưởng EPS (%)	(94.3)	2.34	75.1	21.6	12.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(94.3)	2.34	75.1	21.6	12.5
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	329	322	184	151	134
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.37	1.71	5.31	6.71	7.79
ROACE (%)	6.63	5.17	12.2	14.6	16.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.84	0.98	1.06	1.06	1.12
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.41)	2.93	(0.29)	(0.53)	0.68
Số ngày tồn kho	215	139	162	177	161
Số ngày phải thu	33.8	46.3	41.3	40.3	42.6
Số ngày phải trả	15.9	12.6	19.0	15.8	15.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	66.7	55.4	54.9	73.1	70.8
Nợ/tài sản (%)	37.9	36.4	40.5	42.0	42.4
EBIT/lãi vay (lần)	1.52	2.17	2.07	2.19	2.34
Nợ/EBITDA (lần)	6.14	11.9	4.15	3.79	3.47
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.40	1.33	1.38	1.35	1.34
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.92	1.21	1.11	1.15	1.10
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.9	40.0	11.5	11.2	10.1
P/E (lần)	55.5	54.2	30.9	25.4	22.6
P/E ĐC (lần)	55.5	54.2	30.9	25.4	22.6
P/B (lần)	0.79	1.61	1.68	1.74	1.79
Lợi suất cổ tức (%)	5.93	5.93	5.93	5.93	5.93

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn