

Ngành thủy sản: Lợi nhuận tăng trưởng tích cực

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

- Triển vọng lợi nhuận năm 2026 tích cực đối với mảng cá tra, nhờ có lợi thế cạnh tranh về chi phí và hưởng lợi trực tiếp từ tình trạng khan hiếm nguồn cung cá thịt trắng. Đối với cá rô phi, dù có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn, mảng này vẫn đang chịu áp lực giảm giá bán trong ngắn hạn. Trong khi đó, mảng tôm tiếp tục chịu áp lực khi dư địa tăng trưởng bị bóp nghẹt bởi chính sách thuế CBPG ở mức cao cùng với lượng hàng tồn kho khá lớn.
- HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với kỳ vọng tổng lợi nhuận thuần tăng trưởng 8,5%. Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt gần 10% (đối với ANV và VHC) và 6,6% đối với FMC.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cổ phiếu lựa chọn hàng đầu là ANV (giảm 14% giá mục tiêu; tiềm năng tăng giá là 39%) nhờ có động lực tăng trưởng kép độc đáo, cũng như đối với VHC (giữ nguyên giá mục tiêu; tiềm năng tăng giá là 20%), nhờ có đòn bẩy xuất khẩu mạnh mẽ sang thị trường Mỹ. Trong khi đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giữ nguyên giá mục tiêu đối với FMC (tiềm năng tăng giá là 17%), dựa trên kỳ vọng cổ phiếu sẽ hưởng lợi từ việc công ty cải thiện hiệu quả hoạt động và tự chủ vùng nuôi trồng.

Triển vọng năm 2026: Tươi sáng cho mảng cá tra

Triển vọng năm 2026 của mảng cá tra đang mở ra những tín hiệu rất tích cực. Lợi thế cạnh tranh vượt trội về chi phí kết hợp với tình trạng khan hiếm nguồn cung cá thịt trắng trên toàn cầu đang thúc đẩy tính hấp dẫn và nhu cầu dịch chuyển sang các loài thủy sản thay thế, trong đó cá tra là lựa chọn tối ưu, bất chấp giá cá tra xuất khẩu vẫn neo ở mức gần như thấp nhất trong hai năm qua. Trong khi đó, chi phí nuôi trồng gia tăng – do chi phí cá giống, thức ăn chăn nuôi, năng lượng và chi phí chính tăng cao – đang làm khan hiếm nguồn cung. Yếu tố này, cộng hưởng với xu hướng hồi phục của giá cá nguyên liệu, được kỳ vọng sẽ hỗ trợ cho đà phục hồi của giá cá tra xuất khẩu trong nửa cuối năm 2026. Xu hướng này dự kiến sẽ bù đắp đáng kể áp lực chi phí đầu vào, mang lại lợi thế vượt trội cho các công ty sở hữu chuỗi giá trị khép kín như CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) và CTCP Nam Việt (ANV).

Trong khi đó, cá rô phi lại hưởng lợi lớn từ các chính sách ưu đãi thuế quan cùng dư địa thị phần còn rất khiêm tốn tại Mỹ, mở ra triển vọng tăng trưởng trong dài hạn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, mảng này vẫn phải đối mặt với áp lực giảm giá bán do lượng hàng tồn kho của toàn ngành đang ở mức cao và nhu cầu suy yếu.

Ngược lại, mảng tôm tiếp tục gặp khó khăn khi rào cản thuế CBPG vẫn duy trì ở mức cao, cùng với áp lực dư thừa hàng tồn kho, nên nhu cầu tích trữ hàng tồn kho vẫn tương đối trầm lắng.

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

Sau khi phân tích KQKD Q1/2026 và triển vọng của ngành, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 đối với cả ba công ty trong danh sách khuyến nghị, cho thấy mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp đạt lần lượt 12,4% và 8,3%. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với kỳ vọng tổng lợi nhuận thuần tăng trưởng 8,5%. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần của VHC, ANV và FMC tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 9,9%, 9,7% và 6,6%.

Khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ANV (cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi) và VHC, với tiềm năng tăng giá lần lượt là 39% và 21%. ANV được kỳ vọng sẽ tiếp tục hưởng lợi từ động lực tăng trưởng kép (cá tra chiếm 30-35% giá trị xuất khẩu; cá rô phi chiếm khoảng 30%) và lợi thế mang tính cấu trúc của Việt Nam so với Trung Quốc ở mảng cá rô phi. Cổ phiếu này hiện đang được giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới chỉ 5,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân quá khứ ở mức 8,2 lần. Trong khi đó, tỷ trọng xuất khẩu vào thị trường Mỹ của VHC chiếm 30% và lợi thế từ mức thuế quan ưu đãi 10% đang tạo ra đòn bẩy mạnh mẽ để hỗ trợ đà tăng trưởng doanh thu trong năm 2026. VHC hiện đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,1 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Sau cùng, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FMC, nhờ công ty cải thiện hiệu quả hoạt động khi sản lượng tự nuôi trồng tăng cao, hỗ trợ tích cực đà tăng trưởng lợi nhuận. Cổ phiếu hiện đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,9 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 8,2 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/5.

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 (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
ANV	22,350	Mua vào	-	31,100	(13,9)	39.1	5.59	4.98	3.92	3.47	4.47	4.47
FMC	35,950	Tăng tỷ trọng	-	42,000	-	16.8	6.29	5.90	6.20	5.55	5.56	5.56
VHC	59,000	Mua vào	-	71,000	-	20.3	8.51	7.58	6.77	6.04	5.08	5.08

Giá cổ phiếu tại ngày 22/5/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Năm 2026: Giá cá tra hồi phục sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng lợi nhuận 3

Phân tích lợi nhuận Q1/2026: tăng trưởng tích cực, gần như sát với kỳ vọng 3

Bối cảnh ngành năm 2026: Ngành cá tra có triển vọng tươi sáng nhưng cá rô phi và tôm gặp nhiều thách thức 4

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 7

Định giá và khuyến nghị 7

Báo cáo thành phần

Công ty Cổ phần Nam Việt (ANV) 9

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) 14

Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta (FMC) 18

Năm 2026: Giá cá tra hồi phục sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng lợi nhuận

Trong Q1/2026, ngành thủy sản đã chứng tỏ khả năng thích ứng mạnh mẽ qua việc vượt qua các rào cản về thuế quan, tạo ra đà tăng trưởng lợi nhuận vững chắc cho cả ba công ty trong danh sách khuyến nghị. Cho năm 2026, HSC kỳ vọng các điều kiện thị trường sẽ thuận lợi hơn cho ngành cá tra, khi xu hướng tăng giá bán có khả năng sẽ bù đắp cho mức tăng của chi phí nuôi trồng. Ngành cá rô phi vẫn còn dư địa tăng trưởng, trong khi ngành tôm tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của ngành thủy sản sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 8,8%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ANV, bất chấp việc giảm nhẹ giá mục tiêu sau khi điều chỉnh các giả định định giá; đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC và khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FMC dựa trên định giá hiện tại.

Phân tích lợi nhuận Q1/2026: tăng trưởng tích cực, gần như sát với kỳ vọng

Ba công ty xuất khẩu thủy sản trong danh sách khuyến nghị của HSC – bao gồm VHC, ANV và FMC – đã công bố KQKD Q1/2026 rất tích cực. Tổng doanh thu thuần tăng nhẹ 7,8% so với cùng kỳ, đạt 6.194 tỷ đồng (hoàn thành 22,6% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi), với động lực tăng trưởng chính đến từ ANV nhờ doanh thu tăng mạnh (doanh thu cá rô phi tăng gấp 2,5 lần so với cùng kỳ). Trong khi đó, tổng lợi nhuận thuần tăng mạnh 34,7% so với cùng kỳ, đạt 502 tỷ đồng (hoàn thành 18,6% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi), cho thấy lợi nhuận của cả ba công ty đều tăng mạnh. Chúng tôi lưu ý rằng Q1 thông thường là giai đoạn thấp điểm mang tính chu kỳ của ngành này.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC và FMC trong quý đều cải thiện mạnh, mở rộng lần lượt 1,9 điểm phần trăm và 1,4 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Đối với ANV, tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp 2,5 điểm phần trăm so với cùng kỳ mặc dù lợi nhuận thuần tăng mạnh 48%, thấp hơn mức tăng trưởng doanh thu 66%.

Bảng 1: KQKD Q1/2026, các công ty ngành Thủy sản trong danh mục phân tích của HSC

Trong Q1/2026, tổng doanh thu thuần tăng 6,1% so với cùng kỳ trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 34,7% so với cùng kỳ với đóng góp tích cực từ cả 3 công ty

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	Kế hoạch 2026	2026 HSCF	Q1/26 / 2026 HSCF
VHC						
Doanh thu	2,648	2,955	11.6%	14,000	14,028	21.1%
Lợi nhuận thuần	211	266	25.9%	1,600	1,555	17.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12.7%	14.6%	1.9 điểm %			
Chi phí BH&QL / doanh thu	4.6%	4.8%	0.1 điểm %			
ANV						
Doanh thu	1,106	1,841	66.4%	N/a	7,889	23.3%
Lợi nhuận thuần	132	195	48.0%	N/a	1,066	18.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.2%	17.7%	-2.5 điểm %			20.8%
Chi phí BH&QL / doanh thu	6.2%	4.7%	-1.5 điểm %			
FMC						
Doanh thu	1,990	1,398	-29.7%	8,000	8,599	16.3%
Lợi nhuận thuần	30	41	38.0%	383	374	11.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6.4%	7.2%	0.8 điểm %			
Chi phí BH&QL / doanh thu	5.4%	4.7%	-0.7 điểm %			
Tổng						
Doanh thu	5,744	6,194	7.8%	N/m	27,428	22.6%
Lợi nhuận thuần	373	502	34.7%	N/m	2,693	18.6%

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Sự phân hóa trong xu hướng xuất khẩu sang Mỹ giữa các công ty thủy sản

Mỹ tiếp tục là thị trường trọng điểm của cả ba công ty xuất khẩu thủy sản. Tuy nhiên, doanh thu xuất khẩu trong Q1/2026 có sự phân hóa rõ rệt. ANV và VHC đạt mức tăng trưởng mạnh trong quý bất chấp các rào cản thuế quan tại thị trường Mỹ.

Theo dữ liệu của công ty, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ của VHC đạt 957 tỷ đồng (tăng 39,5% so với cùng kỳ). Kết quả này có được chủ yếu nhờ các sản phẩm khác (xoài và rau củ đông lạnh, cá tầm bột, gelatine và collagen, bột cá), trong khi doanh thu xuất khẩu cá tra phi lê tăng gần 18% so với cùng kỳ. Trong Q1/2026, thị trường Mỹ đóng góp 32,4% tổng doanh thu, so với mức 25,9% của cùng kỳ.

Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu của ANV sang Mỹ đạt 50,7 triệu USD (tăng 66% so với cùng kỳ), nhờ doanh thu cá rô phi tăng gấp 2,5 lần và cá tra tăng 12% so với cùng kỳ. Thị trường Mỹ đóng góp 12,7% tổng doanh thu Q1/2026, cao hơn so với mức 8,7% trong Q1/2025.

Ngược lại, kim ngạch xuất khẩu của FMC sang Mỹ giảm gần 80%, xuống còn khoảng 5 triệu USD, đóng góp chỉ 10% tổng doanh thu xuất khẩu, thấp hơn nhiều so với mức 40% của năm ngoái.

Tỷ suất lợi nhuận gộp phân hóa do có sự khác biệt trong cơ cấu sản phẩm

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý của VHC đã tăng lên mức 14,6% (so với 12,7% trong Q1/2025), chủ yếu nhờ giá phụ phẩm (dầu cá, bột cá...) tăng cao, trong khi giá cá phi lê cũng tăng khoảng 5% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp của FMC tăng lên mức 7,8% (so với 6,4% trong Q1/2025). Động lực chính đến từ việc công ty tăng tỷ trọng sản lượng tôm tự nuôi trồng, vốn có chi phí đầu vào thấp hơn nhiều so với nguồn nguyên liệu mua bên ngoài.

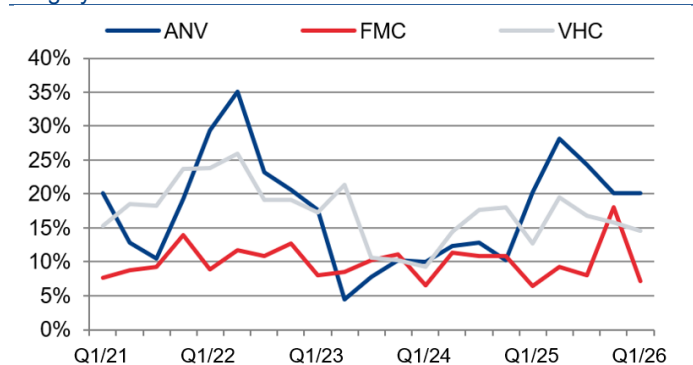
Trái lại, tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV thu hẹp 2,5 điểm phần trăm xuống còn 17,7%, chủ yếu do giá cá rô phi giảm 10% so với cùng kỳ.

Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu được kiểm soát tốt

Nhìn chung, chi phí bán hàng & quản lý của cả ba công ty đang được kiểm soát tốt. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu của FMC và ANV giảm lần lượt 1,5 điểm phần trăm và 0,7 điểm phần trăm so với cùng kỳ, trong khi tỷ lệ này của VHC tăng nhẹ 0,1 điểm phần trăm.

Biểu đồ 2: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo quý, các công ty ngành Thủy sản trong danh mục phân tích của HSC

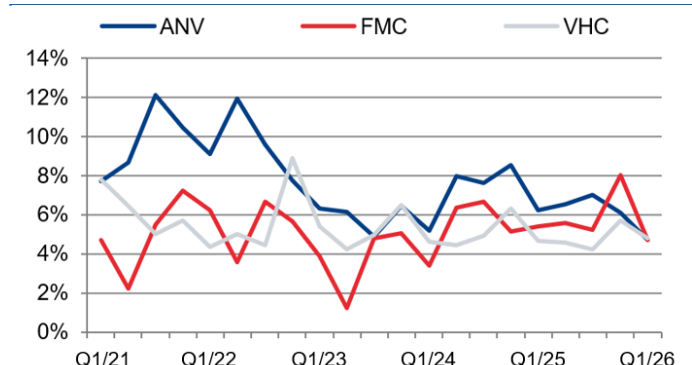
Tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2026 của VHC và FMC đều tăng so với cùng kỳ năm 2025



Nguồn: Dữ liệu các công ty

Biểu đồ 3: Tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu theo quý, các công ty ngành Thủy sản trong danh mục phân tích của HSC

Tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu trong Q1/2026 được kiểm soát tốt



Nguồn: Dữ liệu các công ty

Bối cảnh ngành năm 2026: Ngành cá tra có triển vọng tươi sáng nhưng cá rô phi và tôm gặp nhiều thách thức

Cá tra vẫn là loại cá thịt trắng có giá thấp nhất trên toàn cầu. Mặc dù giá xuất khẩu của Việt Nam đã bắt đầu tăng nhẹ, nhưng vẫn duy trì ở mức gần như thấp nhất trong hai năm qua.

Nguồn cung cá thịt trắng trên toàn cầu đang khan hiếm do hạn ngạch đánh bắt cá tuyết ở Biển Barents bị cắt giảm 21%, mức hạn ngạch thấp nhất trong vòng ba thập

kỷ qua. Áp lực nguồn cung càng gia tăng trước dự báo về sự sụt giảm sản lượng cá minh thái, trong khi tình hình căng thẳng địa chính trị đẩy chi phí đánh bắt và logistics tăng cao. Do đó, giá cá tuyết và cá minh thái vẫn neo ở mức cao và có khả năng tiếp tục xu hướng đi lên, làm tăng tính hấp dẫn của cá tra và cá rô phi với vai trò là các sản phẩm thay thế tại cả thị trường EU và Mỹ.

Đối với cá rô phi, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ tiếp tục hưởng lợi từ mức thuế tương đối thấp là 10% (mức thuế suất toàn cầu), so với mức 55% của Trung Quốc và 50% của Brazil. Trong khi đó, thị phần xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường Mỹ vẫn còn khiêm tốn ở mức khoảng 7%, cho thấy vẫn còn dư địa tăng trưởng rất lớn. Tuy nhiên, giá xuất khẩu cá rô phi có thể đối mặt với áp lực giảm trong ngắn hạn do hàng tồn kho tăng và nhu cầu tại thị trường Mỹ tăng chậm lại, khiến các nhà nhập khẩu ưu tiên giải phóng hàng tồn kho hơn là thực hiện các đơn đặt hàng mới.

Ngược lại, ngành tôm tiếp tục đối mặt với nhiều áp lực. Các yếu tố này bao gồm thuế CBPG tương đối cao áp lên tôm Việt Nam (với mức thuế suất sơ bộ trong kỳ xem xét hành chính POR20 hiện được ước tính khoảng 25,76% cho cả nước và 10,76% đối với FMC), cũng như lượng hàng tồn kho lớn được tích lũy trong năm 2025 để phòng ngừa trước các rủi ro về thuế quan. Do đó, nhu cầu tích trữ hàng vẫn tương đối trầm lắng.

Chi phí nuôi trồng tăng

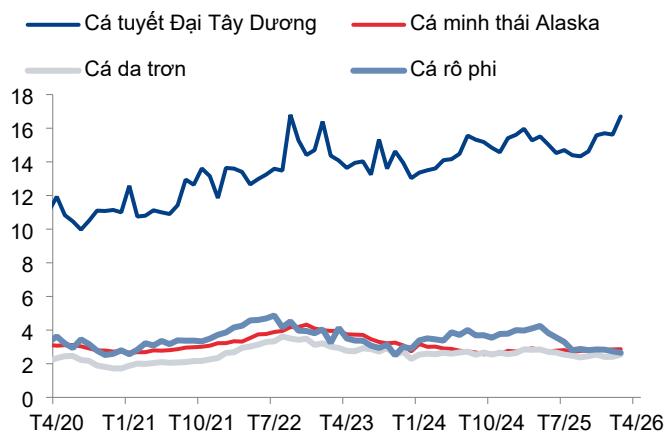
Giá cá giống trong quý tăng mạnh 53% so với cùng kỳ do thời tiết bất lợi và các đợt bùng phát dịch bệnh kéo dài từ nửa cuối năm 2025 làm giảm năng suất sinh sản. Thêm vào đó, giá thức ăn thủy sản – chiếm tới 60–70% chi phí sản xuất cá tra – đang trong xu hướng tăng kể từ đầu năm 2026, ghi nhận mức tăng 5% so với cùng kỳ trong Q1/2026.

Giá năng lượng tăng cao do tác động từ cuộc chiến tại Trung Đông, dẫn đến chi phí vận tải và chi phí vận hành trang trại nói chung tăng cao. Ngoài ra, mặt bằng lãi suất đang duy trì xu hướng đi lên kể từ cuối năm 2025 và khó có khả năng hạ nhiệt một cách rõ rệt. Trong bối cảnh các điểm nóng căng thẳng địa chính trị tiếp diễn, áp lực lên lạm phát và tỷ giá vẫn rất lớn, từ đó thu hẹp đáng kể dư địa điều hành linh hoạt trong chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước. Mặt bằng lãi suất tiền gửi cũng tăng đáng kể. Cụ thể, lãi suất niêm yết tại nhóm ngân hàng TMCP tư nhân đã tăng khoảng 100 điểm cơ bản kể từ tháng 11/2025. Trong khi đó, lãi suất áp dụng cho các chương trình huy động, thỏa thuận thậm chí đã tăng hơn 200 điểm cơ bản, gây thêm áp lực lên chi phí nuôi trồng.

Cộng hưởng với việc giá bán liên tục duy trì ở mức thấp trong suốt hai năm qua, hệ quả từ những áp lực chi phí này đã bào mòn động lực thả nuôi mới của các hộ dân. Tình trạng treo ao kéo dài đang đặt ra rủi ro lớn về nguy cơ thiếu hụt nguồn cung ứng nguyên liệu cục bộ trong năm 2026. Giá thu mua tại ao (giá cá nguyên liệu) đã tăng 5% kể từ đầu năm đến nay và tăng 8–10% so với cùng kỳ, tạo nền tảng vững chắc cho đà phục hồi của giá bán trong nửa cuối năm. Trong bối cảnh đó, các công ty sở hữu tỷ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu cao như VHC (khoảng 70%) và ANV (khoảng 70–80%) sẽ nắm giữ vị thế chiến lược tối ưu hơn để duy trì chi phí sản xuất ổn định.

Biểu đồ 4: Giá nhập khẩu bình quân các loại cá thịt trắng chính (EUR/kg), EU

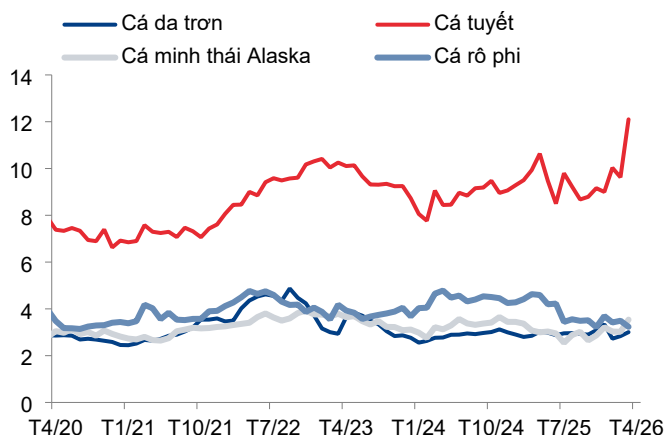
Cá tra vẫn là loại cá thịt trắng có giá hợp lý nhất, trong khi giá các loại cá đánh bắt tự nhiên đang tăng do chi phí năng lượng tăng



Nguồn: EUMOFA

Biểu đồ 5: Giá nhập khẩu bình quân các loại cá thịt trắng chính (USD/kg), Mỹ

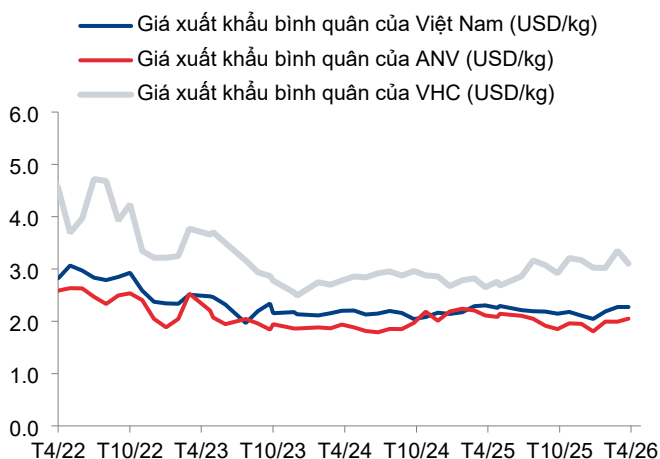
Cá tra vẫn là loại cá thịt trắng có giá hợp lý nhất, trong khi giá các loại cá đánh bắt tự nhiên đang tăng do chi phí năng lượng tăng



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 6: Giá xuất khẩu cá tra bình quân, ANV và VHC

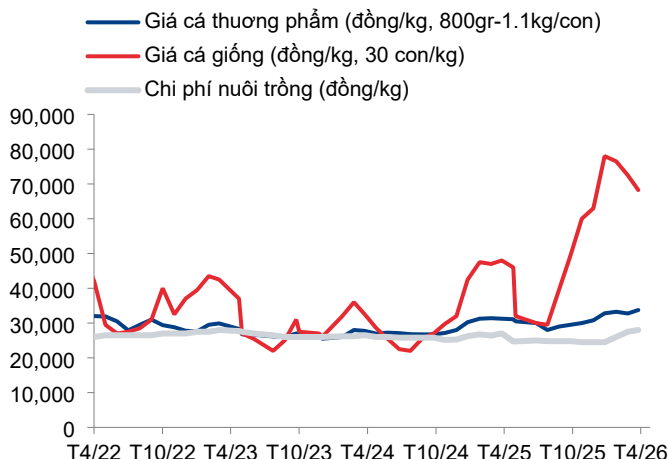
Giá xuất khẩu bình quân tăng nhẹ so với đầu năm



Nguồn: Agromonitor, HSC

Biểu đồ 7: Chi phí nuôi trồng cá tra, ANV và VHC

Chi phí nuôi trồng đang tăng do giá cá giống và thức ăn chăn nuôi tăng cao



Nguồn: Agromonitor, HSC

Bảng 8: Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, các doanh nghiệp ngành Thủy sản trong phạm vi phân tích của HSC
Nhìn chung, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027, đồng thời đưa ra dự báo tích cực cho năm 2028 với tổng lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 8,5%

Tỷ đồng	2025A		2026F				2027F				2028F	
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Mới	Tăng trưởng
VHC												
Doanh thu	12,021	-3.9%	13,793	14,028	16.7%	1.7%	15,249	15,359	9.5%	0.7%	16,946	10.3%
Lợi nhuận thuần	1,418	15.7%	1,528	1,555	9.7%	1.8%	1,736	1,747	12.3%	0.6%	1,881	7.7%
ANV												
Doanh thu	6,952	41.5%	7,694	7,889	13.5%	2.5%	8,446	8,649	9.6%	2.4%	9,498	9.8%
Lợi nhuận thuần	999	1964.8%	1,059	1,066	6.7%	0.7%	1,192	1,197	12.2%	0.4%	1,321	10.4%
FMC												
Doanh thu	8,185	18.4%	8,599	8,599	5.1%	0.0%	9,210	9,210	7.1%	5.5%	9,864	7.1%
Lợi nhuận thuần	349	14.1%	374	374	7.2%	0.0%	399	399	6.6%	21.2%	423	6.1%
Tổng												
Doanh thu	27,158	11.6%	30,086	30,516	12.4%	1.4%	32,905	33,218	8.9%	1.0%	36,308	9.3%
Lợi nhuận thuần	2,766	75.1%	2,961	2,995	8.3%	1.2%	3,327	3,342	11.6%	0.5%	3,625	8.5%

Nguồn: HSC

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

Sau khi phân tích KQKD Q1/2026 và triển vọng của ngành, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 đối với cả ba công ty trong danh sách khuyến nghị. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với kỳ vọng tổng lợi nhuận thuần tăng trưởng 8,5%.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần của VHC, ANV và FMC tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 9,9%, 9,7% và 6,6%.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

Chúng tôi trình bày giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF cho ba công ty xuất khẩu thủy sản trong Bảng 9-10, nhằm phản ánh các dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028, giả định WACC cập nhật và việc chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2027.

Bảng 9: Tính toán WACC cũ và mới, các doanh nghiệp ngành Thủy sản trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi hiện sử dụng mức lãi suất thực tế 6% thay cho mức 5% trước đây, điều này nhìn chung khiến WACC tăng

	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	Beta	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC	Beta	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC
ANV	1.3	15.4%	4.0%	11.4%	1.3	15.4%	4.8%	11.7%
VHC	1.1	13.6%	4.4%	11.8%	1.1	13.6%	5.3%	12.0%
FMC	1.0	12.8%	5.9%	10.7%	1.0	12.9%	5.9%	10.7%

Nguồn: HSC

Bảng 10: So sánh, các doanh nghiệp ngành Thủy sản trong phạm vi phân tích của HSC

Mã CP	Vốn hóa (triệu USD)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng/ giảm	P/E 2026	P/E 2027	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E dự phóng bình quân*	Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân*	Cổ tức năm 2026	CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần
ANV	226	Mua vào	31,100	39.1%	5.6	5.0	5.4	8.2	0.4	4.5%	9.7%
VHC	502	Mua vào	71,000	20.0%	8.5	7.6	8.1	10.1	1.1	5.1%	9.9%
FMC	89	Tăng tỷ trọng	42,000	16.8%	6.3	5.9	5.9	8.9	1.7	5.6%	6.6%
Bình quân (giản đơn)	272			25.3%	6.8	6.2	6.5	9.1	1.1	5.0%	8.7%

Ghi chú: *Dựa trên dữ liệu từ đầu năm 2022.
Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Lý giải cho những điều chỉnh về giá mục tiêu, các doanh nghiệp ngành Thủy sản trong danh mục phân tích của HSC

Đồng	Giá mục tiêu mới	Giá mục tiêu cũ	Điều chỉnh	Do điều chỉnh:		
				WACC cập nhật	Lùi thời điểm định giá đến giữa năm 2027	Điều chỉnh dự báo lợi nhuận
ANV	31,100	36,100	-13.9%	-15.9%	2.0%	0.0%
VHC	71,000	71,000	0.0%	-5.0%	5.0%	0.0%
FMC	42,000	42,000	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Biến động giá cổ phiếu, các doanh nghiệp ngành Thủy sản trong phạm vi phân tích của HSC

Tính bình quân, giá cổ phiếu đã giảm 6,2% trong 3 tháng qua và giảm 5,6% so với đầu năm

	1 tháng qua	3 tháng qua	So với đầu năm	1 năm qua
ANV	-10.2%	-15.7%	-11.8%	56.0%
VHC	-5.1%	-1.8%	6.3%	15.0%
FMC	-4.0%	-1.9%	0.4%	8.6%
Bình quân (giản đơn)	-6.5%	-6.5%	-1.7%	26.5%
VNI	1.3%	0.8%	5.2%	42.8%

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Cổ phiếu ANV đã tăng mạnh 56% trong 12 tháng qua, và diễn biến tích cực hơn so với VN Index. Kết quả này nhiều khả năng được thúc đẩy bởi sự xuất hiện lợi nhuận mới từ mảng cá rô phi. Trong khi đó, giá cổ phiếu VHC tăng trưởng ở mức vừa phải 15% trong cùng giai đoạn, sau khi công ty ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng tích cực. Mặt khác, giá cổ phiếu FMC thể hiện ổn định khi tăng 8,6% trong cùng giai đoạn, nhờ lợi nhuận tăng ổn định và tỷ lệ free-float tương đối thấp.

Khuyến nghị

ANV được kỳ vọng sẽ tiếp tục hưởng lợi từ hai động lực tăng trưởng cốt lõi, trong đó mảng cá tra đóng góp khoảng 30-35% và mảng cá rô phi đóng góp khoảng 30% tổng doanh thu xuất khẩu của công ty. Hơn nữa, công ty đang có vị thế thuận lợi để cụ thể hóa lợi thế mang tính cấu trúc của Việt Nam so với Trung Quốc ở mảng cá rô phi. Mặc dù được hỗ trợ bởi các yếu tố nền tảng, ANV đang giao dịch ở mức định giá rất hấp dẫn, với P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,4 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 8,2 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ANV, với tiềm năng tăng giá 39% tại giá mục tiêu mới 31.100 đồng (giá mục tiêu đã được điều chỉnh giảm 13,9%).

Đối với **VHC**, việc duy trì mức độ tập trung cao vào thị trường Mỹ với tỷ trọng đóng góp khoảng 30% doanh thu, kết hợp cùng lợi thế từ môi trường thuế suất 10% hiện tại, đang tạo ra một đòn bẩy vận hành đáng kể để hỗ trợ tăng trưởng doanh thu trong năm 2026. Cổ phiếu này đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,1 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC, với tiềm năng tăng giá 20% tại giá mục tiêu không đổi là 71.000đ/cp.

Trong khi đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với **FMC**. Việc công ty liên tục tối ưu hóa hiệu quả hoạt động, chủ yếu được thúc đẩy bởi xu hướng nâng cao tỷ trọng nguồn cung tự nuôi trồng. Yếu tố này được kỳ vọng sẽ trở thành bệ đỡ vững chắc giúp củng cố quỹ đạo tăng trưởng lợi nhuận một cách bền vững. Cổ phiếu FMC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,9 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 8,9 lần. Giá mục tiêu không đổi là 42.000đ/cp tương ứng với tiềm năng tăng giá là 17%.

Mua vào (giữ nguyên)

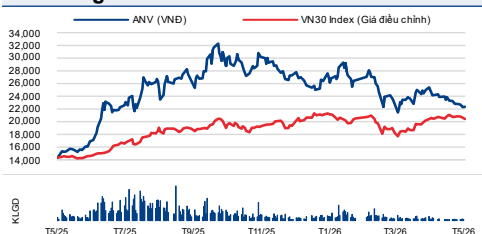
Giá mục tiêu: VNĐ31,100 (từ VNĐ36,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 39.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/5/2026)	22,350
Mã Bloomberg	ANV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,376-32,286
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,480
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,960
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	226
Slg CP lưu hành (tr.đv)	267
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	131
Slg CP NN được mua (tr.đv)	119
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.42%
Tỷ lệ freefloat	33.8%
Cổ đông lớn	Doãn Tới (55.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(10.2)	(15.7)	56.0
So với chỉ số	(9.59)	(15.3)	9.34
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,998	4,096	(2.4)
2027F	4,487	4,713	(4.8)
2028F	4,954	5,320	(6.9)

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

Động lực tăng trưởng kép; duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 39%

- HSC giảm 14% giá mục tiêu lên 31.100đ/cp sau khi điều chỉnh các giả định định giá. Theo đó, với tiềm năng tăng giá 39% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ANV, cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong nhóm ngành thủy sản.
- Dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 gần như được giữ nguyên do lợi nhuận Q1/2026 tăng mạnh 48% so với cùng kỳ, và chỉ cao hơn một chút so với dự báo. Dự báo của chúng tôi, bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2028 (đạt 1.321 tỷ đồng, tăng trưởng 10,4%), cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 9,7%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% và 16% trong 1 tháng và 3 tháng qua, ANV đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,4 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 8,2 lần.

Sự kiện: Phân tích lợi nhuận Q1/2026

KQKD Q1/2026 của ANV – giai đoạn thấp điểm mang tính chu kỳ – ghi nhận 1.841 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 66,4% so với cùng kỳ, và 195 tỷ đồng lợi nhuận thuần, tăng 48% so với cùng kỳ, cao hơn 8% so với dự báo cho Q1 và hoàn thành 18% dự báo trước đó cho cả năm 2026 của HSC. KQKD này chủ yếu đến từ mức tăng trưởng 66% của doanh thu xuất khẩu.

Nhìn về dài hạn, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng ANV sẽ thiết lập một quỹ đạo tăng trưởng tích cực ở cả hai mảng kinh doanh cốt lõi. Sự cộng hưởng này sẽ đóng vai trò là động lực tăng trưởng kép, tạo lực đẩy mạnh mẽ cho công ty trong vòng hai năm tới. Giá cá tra – mảng vốn có lợi thế chi phí thấp nhất trong nhóm cá thịt trắng – hiện vẫn đang neo ở vùng thấp trong hai năm qua. Dù vậy, mặt bằng giá được kỳ vọng sẽ bước vào chu kỳ phục hồi rõ nét trong thời gian tới, dưới tác động cộng hưởng từ xu hướng leo thang của chi phí đầu vào và tình trạng khan hiếm nguồn cung. Trong khi đó, cá rô phi của Việt Nam – ANV là công ty đóng góp chủ lực khoảng 70–80% kim ngạch xuất khẩu toàn ngành – hiện vẫn còn dư địa lớn khi chiếm thị phần tương đối khiêm tốn tại Mỹ. Đặc biệt, sản phẩm này hoàn toàn không phải chịu thuế CBPG, tạo lợi thế cạnh tranh tuyệt đối so với mức thuế 25% áp cho các đối thủ từ Trung Quốc. Lợi thế này được kỳ vọng sẽ mang lại tiềm năng tăng trưởng bứt phá trong thời gian tới.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2026 sẽ tăng trưởng tích cực 13,5%, đạt 7.889 tỷ đồng và lợi nhuận thuần đạt 1.066 tỷ đồng (tăng trưởng 6,7%). Trong khi đó, cho năm 2027, doanh thu dự kiến đạt 8.649 tỷ đồng (tăng trưởng 9,6%), với lợi nhuận thuần đạt 1.197 tỷ đồng (tăng trưởng 12,2%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 9,8% và 10,4% đạt 9.498 tỷ đồng và 1.321 tỷ đồng. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần – thấp hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường – tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 9,7%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% và 16% trong 1 tháng và 3 tháng qua, ANV đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,4 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 8,2 lần.

HSC giảm 14% giá mục tiêu xuống còn 31.100đ/cp do tác động tiêu cực từ việc tăng giả định WACC lên 11,7% (từ 11,4% trước đây) lớn hơn tác động tích cực việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2027. Giá mục tiêu sau điều chỉnh của chúng tôi cho thấy cổ phiếu có tiềm năng tăng giá là 39%, tương ứng với P/E năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 7,8 lần và 6,9 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	271	1,310	1,568	1,716	1,833
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	48.4	999	1,066	1,197	1,321
EPS ĐC (đồng)	311	3,748	3,998	4,487	4,954
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	10,490	13,226	16,203	19,671	23,609
EV/EBITDA ĐC (lần)	27.4	5.32	3.92	3.47	3.10
P/E ĐC (lần)	71.9	5.96	5.59	4.98	4.51
Lợi suất cổ tức (%)	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47
P/B (lần)	2.13	1.69	1.38	1.14	0.95
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2.34	1,106	6.68	12.2	10.4
ROAE (%)	1.71	31.6	27.2	25.0	22.9

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

Cá tra và cá rô phi là hai động lực tăng trưởng lợi nhuận tích cực

HSC vẫn giữ quan điểm tích cực trong dài hạn đối với ANV, dựa trên nền tảng cơ bản vững chắc được định hình bởi hai trụ cột lợi nhuận vững chắc là cá tra và cá rô phi. Mảng xuất khẩu cá rô phi sang Mỹ tiếp tục hưởng lợi từ vị thế pháp lý thuận lợi khi không phải chịu thuế CBPG hay thuế chống trợ cấp. Trong khi đó, mặc dù mảng cá tra phải chịu mức thuế CBPG thấp và đối mặt với một số biến số bất định xung quanh chính sách thuế quan nhập khẩu toàn cầu, chúng tôi cho rằng rủi ro này vẫn hoàn toàn nằm trong tầm kiểm soát và phù hợp với kỳ vọng. Quan trọng hơn hết, cơ cấu thị trường xuất khẩu đa dạng hóa của ANV trên năm khu vực trọng điểm đóng vai trò như một công cụ phòng vệ tự nhiên trước những biến động địa chính trị. Nền tảng này cho phép công ty linh hoạt điều phối dòng chảy hàng hóa để bắt kịp các xu hướng dịch chuyển của nhu cầu tiêu thụ, từ đó hỗ trợ quỹ đạo tăng trưởng lợi nhuận một cách bền vững và ổn định hơn trong dài hạn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với giá mục tiêu mới là 31.000đ/cp (tiềm năng tăng giá: 39%).

Lợi nhuận Q1/2026 tăng 48% so với cùng kỳ

Lợi nhuận của ANV tăng mạnh trong Q1/2026, dù chỉ cao hơn một chút so với kỳ vọng của HSC. Doanh thu thuần đạt 1.841 tỷ đồng, tăng 66,4% so với cùng kỳ; trong khi lợi nhuận thuần đạt 195 tỷ đồng, tăng 48% so với cùng kỳ, cao hơn 8% so với dự báo 180 tỷ đồng cho Q1 và hoàn thành 18,3% dự báo trước đó cho cả năm 2026 của chúng tôi. Do Q1 thông thường là giai đoạn thấp điểm mang tính chu kỳ của ngành thủy sản, chúng tôi đánh giá KQKD này vẫn hoàn toàn nằm trong mức kỳ vọng cho cả năm, đặc biệt là trong bối cảnh còn một vài yếu tố bất định vào Q4 – cụ thể là khi chính sách thuế quan toàn cầu tạm thời ở mức 10% tại thị trường Mỹ dự kiến sẽ hết hiệu lực vào tháng 7/2026 tới đây. KQKD ấn tượng này chủ yếu đến từ mức tăng trưởng 66% của doanh thu xuất khẩu.

Doanh thu xuất khẩu tăng mạnh, thúc đẩy đà tăng trưởng lợi nhuận

Trong Q1/2026, doanh thu xuất khẩu đạt 1.344 tỷ đồng (tương đương 50,7 triệu), tăng 66% so với cùng kỳ. Doanh thu xuất khẩu cá rô phi tăng vọt 2,5 lần so với cùng kỳ, đạt khoảng 25,7 triệu USD, chính thức vượt qua cá tra (tăng 12% so với cùng kỳ, đạt khoảng 25 triệu USD) để trở thành ngành hàng xuất khẩu lớn nhất của công ty. Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu cá tra của ANV hiện đang thấp hơn mức bình quân 17% của toàn ngành, đóng góp gần 5% giá trị xuất khẩu của toàn ngành. Ngược lại, doanh thu xuất khẩu cá rô phi của ANV vượt xa mức tăng trưởng bình quân của toàn ngành là 190%, đóng góp khoảng 70% tổng giá trị xuất khẩu cá rô phi của Việt Nam. Kết quả này củng cố vị thế dẫn đầu của công ty trong phân khúc cá rô phi vốn đang ở giai đoạn mới phát triển.

Tỷ suất lợi nhuận gộp bị thu hẹp

Trong Q1/2026, lợi nhuận gộp tăng 46% lên mức 326 tỷ đồng, thấp hơn mức tăng trưởng 66% của doanh thu, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2026 giảm xuống còn 17,7% từ mức 20,2% ghi nhận trong Q1/2025. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm chủ yếu do chi phí nuôi trồng cao hơn (nguyên nhân do chi phí thức ăn chăn nuôi gia tăng) và tình hình biến động của giá cá rô phi.

Chi phí tài chính giảm và tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu tăng

Chi phí bán hàng & quản lý trong Q1/2026 ở mức 87 tỷ đồng, tăng 26,5% so với cùng kỳ nhưng vẫn thấp hơn mức tăng doanh thu 66,4% so với cùng kỳ. Do đó, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu đạt 4,7%, thấp hơn mức 6,2% trong Q1/2025. Lỗ tài chính trong Q1 giảm ấn tượng 85,3% so với cùng kỳ, xuống còn 1,9 tỷ đồng (so với mức lỗ 13 tỷ đồng trong Q1/2025). Sự cải thiện này chủ yếu nhờ chi phí lãi vay thuần được tiết giảm xuống mức 6,4 tỷ đồng, nhờ thu nhập lãi tiền gửi tăng vọt lên 11 tỷ đồng (từ mức 0,8 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái). Kết quả này phản ánh sự xoay chuyển tích cực so với mức chi phí lãi vay thuần 15 tỷ đồng vào Q1/2025.

Bảng 13: KQKD Q1/2026, ANV

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	% 2026 HSCF cũ
Doanh thu thuần	1,106	1,841	66.4%	23.3%
Giá vốn hàng bán	(883)	(1,515)	71.7%	
Lợi nhuận gộp	224	326	45.9%	
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>20.2%</i>	<i>17.7%</i>		
Lỗ hoạt động tài chính	(12.8)	(1.9)	-85.3%	
Chi phí BH&QL	(69)	(87)	26.5%	
<i>Chi phí BH&QL / doanh thu (%)</i>	<i>6.2%</i>	<i>4.7%</i>		
Lợi nhuận hoạt động	142	238	67.0%	
Thu nhập thuần khác	2	(0)	-115.5%	
LNTT	144	237	64.4%	
Lợi nhuận thuần	132	195	48.0%	18.3%

Nguồn: ANV

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

Dựa trên KQKD Q1/2026 và các xu hướng cơ bản, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng tích cực 13,5%, đạt 7.889 tỷ đồng trong năm nay, và lợi nhuận thuần đạt 1.066 tỷ đồng, tăng trưởng 6,7%. Cho năm 2027, HSC dự báo doanh thu thuần đạt 8.469 tỷ đồng, tăng trưởng 9,6% và lợi nhuận thuần đạt 1.197 tỷ đồng, tăng trưởng 12,7%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 9,8% và 10,4% đạt 9.498 tỷ đồng và 1.321 tỷ đồng.

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần – thấp hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường – tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 9,7%.

Bảng 14: Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, ANV

Chúng tôi giữ nguyên phần lớn dự báo cho năm 2026-2027. Lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 9,7%

Tỷ đồng	2025		2026F				2027F				2028F	
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Mới	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	6,952	41.5%	7,694	7,889	13.5%	2.5%	8,446.0	8,649	9.6%	2.4%	9,498	9.8%
Lợi nhuận thuần	999	1965%	1,059	1,066	6.7%	0.7%	1,192.0	1,197	12.2%	0.4%	1,321	10.4%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Giả định mảng xuất khẩu cá, ANV

Chúng tôi dự báo giá cá tra sẽ tăng 6% trong khi giá cá rô phi dự kiến sẽ giảm 4% với sản lượng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 40% trong năm nay

Tỷ đồng	2025		2026				2027F				2028F	
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Mới	Tăng trưởng
Cá tra												
Giá trị (triệu USD)	138.2	21.7%	139.3	153.8	11.3%	10.4%	144.9	160	4.0%	10.5%	163.3	2.0%
Sản lượng (tấn)	69,002	12.5%	67,592	72,452	5.0%	7.2%	68,944	73,901	2.0%	7.2%	75,379	2.0%
Giá bình quân (USD/kg)	2.00	8.2%	2.06	2.12	6.0%	3.0%	2.32	2.17	2.0%	-6.6%	2.17	0.0%
Cá rô phi												
Giá trị (triệu USD)	56.5	312.1%	76.1	75.9	34.4%	-0.3%	97.0	97	27.5%	-0.3%	106.4	10.0%
Sản lượng (tấn)	12,058	273.7%	17,500	16,881	40.0%	-3.5%	21,875	21,101	25.0%	-3.5%	23,211	10.0%
Giá bình quân (USD/kg)	4.68	10.3%	4.35	4.49	-4.0%	3.4%	4.43	4.58	2.0%	3.4%	4.58	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Giả định tỷ suất lợi nhuận và tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu, ANV

Chúng tôi giữ nguyên dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2026

	2025		2026F		2027F		2028F	
	2025	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Mới
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23.3%	24.7%	24.7%	0.0%	24.7%	24.5%	-0.2%	23.4%
Chi phí BH&QL / doanh thu	6.5%	6.8%	6.8%	0.0%	6.8%	6.8%	0.0%	6.8%
Tỷ suất LNTT	16.6%	16.6%	16.9%	0.3%	16.9%	17.3%	0.4%	16.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.4%	13.3%	13.5%	0.2%	13.5%	13.8%	0.3%	13.0%

Nguồn: HSC

Bảng 17: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, ANV

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
EBIT	1,410	1,531	1,687	1,708	1,698	1,789
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,143	1,232	1,357	1,375	1,365	1,438
Cộng: Khấu hao	159	185	146	118	186	187
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(131)	(102)	(149)	(133)	(121)	(111)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(716)	(716)	(606)	170	(768)	(735)
UFCF	455	599	748	1,530	662	778

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ANV nhưng giảm 14% giá mục tiêu xuống còn 31.100đ/cp, cho thấy tiềm năng tăng giá vững chắc ở mức 39%, do tác động tiêu cực từ việc thay đổi các giả định định giá lớn hơn tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2027.

Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 1,3 lần. Lãi suất bình quân được giả định ở mức 6% (so với mức 5% trước đây) sau khi phân tích dữ liệu thực tế của năm 2025. Dựa trên những thông tin này, giả định WACC mới là 11,7% (từ 11,4% trước đó). Chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 18: Tính toán WACC, ANV

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.3
Chi phí vốn CSH	15.4%
Lãi suất bình quân	6.00%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.8%
Tỷ trọng nợ	35.0%
WACC	11.7%

Nguồn: HSC

Bảng 19: Định giá DCF, ANV

	Đơn vị	Giá trị (giữa 2027)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	Tỷ đồng	3,345
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	5,034
Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	8,378
Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	1,197
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(1,288)
Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	8,287
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	267
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cp	31,100

Nguồn: HSC

Biểu đồ 20: P/E trượt dự phóng 1 năm, ANV

ANV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 5,4 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi)...



Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 21: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, ANV

... thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 8,2 lần



Nguồn: HSC, Bloomberg

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% và 16% trong 1 tháng và 3 tháng qua – mức giảm tương đương với chỉ số VN-Index nhưng lại kém tích cực hơn nhiều so với cổ phiếu của các công ty cùng ngành, nhiều khả năng do áp lực chốt lời sau giai đoạn tăng giá mạnh trước đó (cổ phiếu đã tăng 56% trong vòng 12 tháng qua) – ANV hiện đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,4 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 8,2 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	4,911	6,952	7,889	8,649	9,498
Lợi nhuận gộp	560	1,623	1,946	2,119	2,333
Chi phí BH&QL	(366)	(451)	(536)	(588)	(646)
Thu nhập khác	(40.8)	2.37	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	153	1,175	1,410	1,531	1,687
Lãi vay thuần	(70.9)	(23.3)	(76.8)	(35.5)	(35.5)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(4.09)	0.77	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	78.5	1,152	1,333	1,496	1,651
Chi phí thuế TNDN	(30.1)	(153)	(267)	(299)	(330)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	48.4	999	1,066	1,197	1,321
Lợi nhuận thuần ĐC	48.4	999	1,066	1,197	1,321
EBITDA ĐC	271	1,310	1,568	1,716	1,833
EPS (đồng)	311	3,748	3,998	4,487	4,954
EPS ĐC (đồng)	311	3,748	3,998	4,487	4,954
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	156	267	267	267	267
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	267	267	267	267	267
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	267	267	267	267	267

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	219	45.7	78.9	86.5	95.0
Đầu tư ngắn hạn	56.1	602	1,024	1,204	1,474
Phải thu khách hàng	552	1,258	896	1,115	1,331
Hàng tồn kho	1,653	1,422	2,338	2,900	3,377
Các tài sản ngắn hạn khác	105	149	181	187	208
Tổng tài sản ngắn hạn	2,586	3,476	4,517	5,493	6,486
TSCĐ hữu hình	1,286	936	928	864	887
TSCĐ vô hình	340	334	315	295	275
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	6.90	6.94	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	60.9	61.7	11.3	11.3	11.3
Tài sản dài hạn khác	583	1,010	383	491	653
Tổng tài sản dài hạn	2,277	2,348	1,637	1,662	1,826
Tổng cộng tài sản	4,862	5,825	6,154	7,155	8,312
Nợ ngắn hạn	1,624	1,600	1,200	1,200	1,200
Phải trả người bán	150	315	272	304	362
Nợ ngắn hạn khác	103	136	148	159	176
Tổng nợ ngắn hạn	1,941	2,231	1,743	1,819	1,926
Nợ dài hạn	111	53.2	88.2	88.2	88.2
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.34	1.78	1.78	1.78	1.78
Nợ dài hạn khác	12.6	12.0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	124	67.0	90.0	90.0	90.0
Tổng nợ phải trả	2,065	2,298	1,833	1,909	2,016
Vốn chủ sở hữu	2,797	3,527	4,321	5,246	6,296
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,797	3,527	4,321	5,246	6,296
Tổng nợ phải trả và VCSH	4,862	5,825	6,154	7,155	8,312
BVPS (đ)	10,490	13,226	16,203	19,671	23,609
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,516	1,608	1,209	1,202	1,193

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	153	1,175	1,410	1,531	1,687
Khấu hao	(117)	(135)	(159)	(185)	(146)
Lãi vay thuần	(70.9)	(23.3)	(76.8)	(35.5)	(35.5)
Thuế TNDN đã nộp	(30.1)	(153)	(267)	(299)	(330)
Thay đổi vốn lưu động	573	(227)	(716)	(716)	(606)
Khác	(13.9)	91.3	(144)	(96.6)	(93.5)
LCT thuần từ HKKD	728	998	365	569	768
Đầu tư TS dài hạn	(161)	(282)	(131)	(102)	(149)
Góp vốn & đầu tư	(88.5)	(865)	0	0	0
Thanh lý	29.4	23.1	0	0	0
Khác	109	327	44.6	48.9	53.0
LCT thuần từ HĐĐT	(111)	(797)	(86.7)	(52.9)	(95.8)
Cổ tức trả cho CSH	(108)	(266)	(267)	(267)	(267)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(199)	40.4	22.0	(241)	(397)
Khác	(131)	(150)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(438)	(375)	(245)	(508)	(664)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	39.7	219	45.7	78.9	86.5
LCT thuần trong kỳ	179	(174)	33.2	7.61	8.49
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.34	0.90	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	219	45.7	78.9	86.5	95.0
Dòng tiền tự do	568	716	234	467	619

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.4	23.3	24.7	24.5	24.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.51	18.8	19.9	19.8	19.3
Tỷ suất LNT (%)	0.99	14.4	13.5	13.8	13.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	38.3	13.3	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	10.6	41.5	13.5	9.64	9.81
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(14.2)	384	19.7	9.44	6.82
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	23.5	1,965	6.68	12.2	10.4
Tăng trưởng EPS (%)	2.34	1,106	6.68	12.2	10.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2.34	1,106	6.68	12.2	10.4
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	322	26.7	25.0	22.3	20.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.71	31.6	27.2	25.0	22.9
ROACE (%)	5.17	36.1	35.2	31.4	28.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.98	1.30	1.32	1.30	1.23
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	4.75	0.85	0.26	0.37	0.46
Số ngày tồn kho	139	97.4	144	162	172
Số ngày phải thu	46.3	86.2	55.0	62.3	67.8
Số ngày phải trả	12.6	21.6	16.7	17.0	18.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	55.4	46.4	28.8	23.7	19.6
Nợ/tài sản (%)	36.4	28.9	21.5	18.6	16.0
EBIT/lãi vay (lần)	2.17	50.5	18.4	43.1	47.5
Nợ/EBITDA (lần)	6.53	1.28	0.84	0.78	0.73
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.33	1.56	2.59	3.02	3.37
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.51	1.00	0.78	0.69	0.60
EV/EBITDA ĐC (lần)	27.4	5.32	3.92	3.47	3.10
P/E (lần)	71.9	5.96	5.59	4.98	4.51
P/E ĐC (lần)	71.9	5.96	5.59	4.98	4.51
P/B (lần)	2.13	1.69	1.38	1.14	0.95
Lợi suất cổ tức (%)	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47

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

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ71,000 (giữ nguyên)

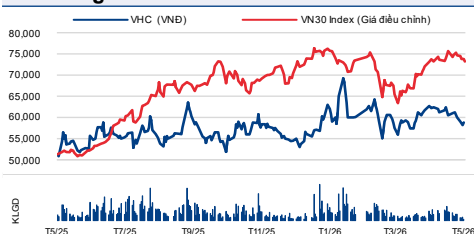
Tiềm năng tăng/giảm: 20.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/5/2026) 59,000

Mã Bloomberg	VHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	50,833-69,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	58,720
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,243
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	502
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	Trương 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	(5.14)	(1.83)	15.0
So với chỉ số	(4.46)	(1.45)	(19.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	6,929	6,548	5.8
2027F	7,783	7,779	0.0
2028F	8,382	8,406	(0.3)

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

Triển vọng ngành cá tra khởi sắc; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giữ nguyên giá mục tiêu 71.000đ/cp (tiềm năng tăng giá: 20%) mặc dù có thay đổi các giả định định giá.
- Với KQKD Q1/2026 và các xu hướng hỗ trợ gần như sát với kỳ vọng, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027. Dự báo này – cùng với dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 9,9%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,1 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,1 lần.

Sự kiện: Phân tích lợi nhuận Q1/2026

VHC công bố KQKD Q1/2026 với doanh thu thuần đạt 2.955 tỷ đồng, tăng 11,6% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 266 tỷ đồng, tăng 37,9% so với cùng kỳ. Mức tăng trưởng lợi nhuận bất phá này được thúc đẩy bởi sự cộng hưởng giữa hoạt động xuất khẩu tích cực và xu hướng mở rộng mạnh mẽ của tỷ suất gộp ở các mảng kinh doanh chiến lược. Trong đó, động lực cốt lõi đến từ phân khúc phụ phẩm (xoài và rau củ đông lạnh, cá tầm bột, gelatine và collagen, bột cá). Trong khi đó, mảng xuất khẩu cá tra phi-lê cũng ghi nhận mức tăng trưởng gần 18% so với cùng kỳ.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027. Cho năm 2026, doanh thu được kỳ vọng tăng trưởng tích cực 16,7%, đạt 14.028 tỷ đồng, và lợi nhuận thuần tăng trưởng 9,7%, đạt 1.555 tỷ đồng. Cho năm 2027, doanh thu được kỳ vọng tăng trưởng 9,5%, và lợi nhuận thuần tăng trưởng 12,3%, đạt 1.747 tỷ đồng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 10,3% và 7,7% đạt 16.964 tỷ đồng và 1.881 tỷ đồng.

Dự báo cho giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần – gần như sát với bình quân dự báo thị trường – tăng trưởng với tốc độ CAGR năm ở mức 9,9%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 3 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 15 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,1 lần.

HSC giữ nguyên giá mục tiêu 71.000đ/cp nhằm phản ánh tác động tiêu cực từ việc tăng giả định WACC lên 12% (từ 11,8% trước đây) – do áp dụng mức lãi suất cao hơn là 6% (so với 5% trước đó), dẫn đến chi phí sử dụng nợ vay tăng lên mức 5.3% (so với 5% trước đó) – bù trừ cho tác động tích cực từ việc lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2027. Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá là 20%, tương đương với P/E năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 10,2 lần và 9,1 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,732	1,977	2,144	2,316	2,467
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,226	1,418	1,555	1,747	1,881
EPS ĐC (đồng)	5,463	6,319	6,929	7,783	8,382
DPS (đồng)	2,000	2,000	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	38,685	42,820	49,040	56,118	63,725
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.63	6.72	6.77	6.04	5.65
P/E ĐC (lần)	10.8	9.34	8.51	7.58	7.04
Lợi suất cổ tức (%)	3.39	3.39	5.08	5.08	5.08
P/B (lần)	1.53	1.38	1.20	1.05	0.93
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	9.26	15.7	9.66	12.3	7.71
ROAE (%)	14.4	15.5	15.1	14.8	14.0

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

Lợi nhuận tăng 10%, nhờ giá cá tra cải thiện

Theo quan điểm của chúng tôi, HĐKD cốt lõi của VHC vẫn tích cực nhờ công ty có lợi thế là công ty xuất khẩu cá tra duy nhất của Việt Nam được hưởng mức thuế CBPG bằng 0% tại thị trường Mỹ. Vị thế đặc quyền này mang lại lợi thế cạnh tranh vượt trội cho công ty, đóng vai trò như một vùng đệm phòng vệ vững chắc trong bối cảnh môi trường chính sách thuế quan toàn cầu còn nhiều yếu tố bất định như hiện nay. Giá xuất khẩu của VHC cũng ghi nhận xu hướng đi lên rõ nét kể từ đầu năm đến nay, chủ yếu được thúc đẩy bởi trạng thái thắt chặt nguồn cung nguyên liệu trên diện rộng. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tăng giá này sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới, qua đó tạo ra dư địa quan trọng giúp công ty chủ động bù đắp và giảm thiểu áp lực từ chi phí sản xuất đang ngày một gia tăng. Bên cạnh đó, VHC vẫn duy trì khả năng tối ưu hóa tốt chi phí bán hàng & quản lý, từ đó hỗ trợ tích cực cho tỷ suất sinh lời của công ty. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 9,9%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với giá mục tiêu là 71.000đ/cp (tiềm năng tăng giá là 20%).

Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027

Dựa trên KQKD thực tế của Q1/2026, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng tích cực 9,7%, lên 1.555 tỷ đồng trong năm nay, và tiếp tục tăng trưởng 12,3% lên 1.747 tỷ đồng trong năm sau. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần đạt 1.881 tỷ đồng, tăng trưởng 7,7%.

Dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 9,9%.

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, VHC

Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2026-2027; lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 9,9%

Tỷ đồng	2025	Tăng trưởng	Cũ	2026F			Điều chỉnh	Cũ	2027F			Điều chỉnh	Cũ	2028F	
				Mới	Tăng trưởng				Mới	Tăng trưởng				Mới	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	12,021	-3.9%	13,793	14,028	16.7%	1.7%		15,249	15,359	9.5%	0.7%			16,946	10.3%
Lợi nhuận thuần	1,418	15.7%	1,528	1,555	9.7%	1.8%		1,736	1,747	12.3%	0.6%			1,881	7.7%

Nguồn: HSC

Bảng 23: Giả định theo dòng sản phẩm, VHC

Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 6,5% giả định doanh thu cá tra nhưng giảm trung bình 18% giả định doanh thu mảng collagen và gelatin

Tỷ đồng	2025	Tăng trưởng	Cũ	2026F			Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng
				Mới	Tăng trưởng									
Cá tra	6,363	-8.4%	7,401	7,923	24.5%	7.0%		8,085	8,570	8.2%	6.0%		9,249	14.4%
Phụ phẩm	1,953	5.6%	1,888	1,966	0.6%	4.1%		1,996	2,145	9.1%	7.5%		2,313	15.9%
Collagen & gelatin	780	0.9%	1,024	835	7.1%	-18.4%		1,086	895	7.1%	-17.6%		958	-11.8%
Khác	2,925	-0.5%	3,512	3,305	13.0%	-5.9%		4,119	3,749	13.5%	-9.0%		4,427	7.5%

Nguồn: HSC

Bảng 24: Giả định tỷ suất lợi nhuận và chi phí BH&QL / doanh thu, VHC

Chúng tôi giảm bình quân 0,5 điểm phần trăm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2026-2027 trong bối cảnh chi phí nuôi trồng gia tăng

	2025	Cũ	2026F		Điều chỉnh	Cũ	2027F		Điều chỉnh	Cũ	2028F	
			Mới	Tăng trưởng			Mới	Tăng trưởng			Mới	Tăng trưởng
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.0%	17.0%	16.6%	-0.4%		17.3%	16.8%	-0.5%			16.5%	
Chi phí BH&QL / doanh thu	4.7%	5.4%	5.0%	-0.4%		5.4%	5.0%	-0.4%			5.0%	
Tỷ suất LNTT	14.6%	13.4%	13.4%	0.1%		13.7%	13.8%	0.1%			13.4%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.8%	11.0%	11.1%	0.1%		11.3%	11.4%	0.1%			11.1%	

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 71.000đ và duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VHC. Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá là 20%, tương đương với P/E năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 10,2 lần và 9,1 lần.

Chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 1 lần. Tuy nhiên, chúng tôi hiện giả định mức lãi suất cao hơn là 6% (so với 5% trước đây), dẫn đến chi phí nợ vay tăng lên mức 5,3% (so với 5%), và WACC tăng lên 12% (so với 11,8% trước đó). Chúng tôi cũng lùi thời điểm định giá 6 tháng đến giữa năm 2027.

Bảng 25: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VHC

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
EBIT	1,629	1,814	1,945	2,159	2,409	1,629
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,399	1,555	1,666	1,850	2,066	1,399
Cộng: Khấu hao	514	501	522	589	636	514
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(776)	(868)	(756)	(744)	(802)	(776)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(1,019)	(694)	(450)	(712)	(304)	(1,019)
UFCF	117	495	982	983	1,596	117

Nguồn: HSC

Bảng 26: Tính toán WACC, VHC

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.1
Chi phí vốn CSH	13.6%
Lãi suất bình quân	6.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	12.3%
Chi phí nợ sau thuế	5.3%
Tỷ trọng nợ	20.0%
WACC	12.0%

Nguồn: HSC

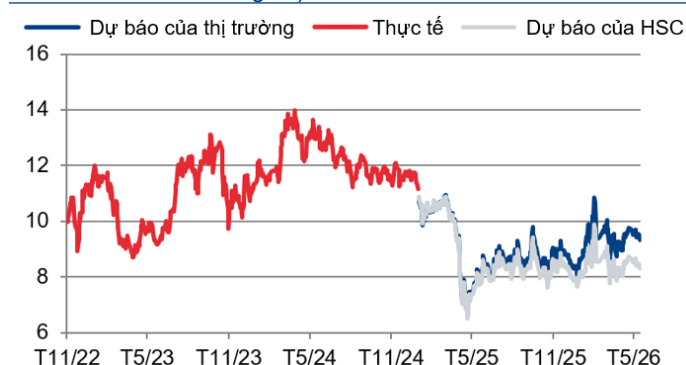
Bảng 27: Định giá DCF, VHC

	Đơn vị	Giá trị (giữa 2027)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	Tỷ đồng	3,394
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	9,719
Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	13,114
Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	4,485
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	1,296
Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	15,939
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	224
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cp	71,000

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 8,1 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi)...



Nguồn: Bloomberg, HSC

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

... thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 10,1 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, VHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 12 tháng tới là 8,1 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,1 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	12,513	12,021	14,028	15,359	16,946
Lợi nhuận gộp	1,895	2,040	2,331	2,582	2,793
Chi phí BH&QL	(654)	(565)	(701)	(768)	(847)
Thu nhập khác	66.3	50.5	0	0	0
Chi phí khác	(31.2)	(33.2)	0	0	0
EBIT	1,276	1,493	1,629	1,814	1,945
Lãi vay thuần	207	252	254	301	333
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.24	5.09	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,485	1,749	1,883	2,115	2,278
Chi phí thuế TNDN	(182)	(243)	(231)	(259)	(279)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(76.4)	(88.5)	(97.1)	(109)	(117)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,226	1,418	1,555	1,747	1,881
Lợi nhuận thuần ĐC	1,226	1,418	1,555	1,747	1,881
EBITDA ĐC	1,732	1,977	2,144	2,316	2,467
EPS (đồng)	6,556	6,319	6,929	7,783	8,382
EPS ĐC (đồng)	5,463	6,319	6,929	7,783	8,382
DPS (đồng)	2,000	2,000	3,000	3,000	3,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	187	224	224	224	224
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	224	224	224	224	224
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	224	224	224	224	224

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	570	2,008	281	307	339
Đầu tư ngắn hạn	2,340	2,377	4,135	4,247	5,349
Phải thu khách hàng	2,207	1,985	2,310	2,577	2,823
Hàng tồn kho	2,911	2,785	3,317	3,800	4,195
Các tài sản ngắn hạn khác	213	167	258	251	274
Tổng tài sản ngắn hạn	8,241	9,322	10,299	11,183	12,980
TSCĐ hữu hình	3,059	2,814	3,147	3,586	3,892
TSCĐ vô hình	471	593	557	520	482
Bất động sản đầu tư	0	239	0	0	0
Đầu tư dài hạn	55.9	55.9	50.0	50.0	50.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	13.5	0	11.3	11.3	11.3
Tài sản dài hạn khác	408	384	390	367	369
Tổng tài sản dài hạn	4,008	4,086	4,156	4,534	4,805
Tổng cộng tài sản	12,249	13,408	14,455	15,717	17,785
Nợ ngắn hạn	2,277	2,046	1,546	1,046	1,046
Phải trả người bán	272	328	369	383	445
Nợ ngắn hạn khác	544	516	679	680	756
Tổng nợ ngắn hạn	3,193	3,311	2,866	2,429	2,673
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	5.72	2.15	2.15	2.15	2.15
Nợ dài hạn khác	29.3	25.8	25.3	25.3	25.3
Tổng nợ dài hạn	35.0	28.0	27.4	27.4	27.4
Tổng nợ phải trả	3,247	3,363	2,917	2,481	2,724
Vốn chủ sở hữu	8,683	9,611	11,007	12,596	14,303
Lợi ích cổ đông thiểu số	319	434	531	640	757
Tổng vốn chủ sở hữu	9,002	10,045	11,538	13,236	15,061
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,249	13,408	14,455	15,717	17,785
BVPS (đ)	38,685	42,820	49,040	56,118	63,725
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,707	37.9	1,266	739	707

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,276	1,493	1,629	1,814	1,945
Khấu hao	(456)	(484)	(514)	(501)	(522)
Lãi vay thuần	207	252	254	301	333
Thuế TNDN đã nộp	(259)	(75.8)	(231)	(259)	(279)
Thay đổi vốn lưu động	742	351	(1,019)	(694)	(450)
Khác	(102)	155	(73.7)	81.0	81.5
LCT thuần từ HKKD	2,113	2,407	820	1,444	1,819
Đầu tư TS dài hạn	(705)	(411)	(776)	(868)	(756)
Góp vốn & đầu tư	(4,171)	(3,801)	0	0	0
Thanh lý	10.8	7.66	0	0	0
Khác	4,003	3,916	459	505	549
LCT thuần từ HĐĐT	(863)	(287)	(317)	(363)	(207)
Cổ tức trả cho CSH	(899)	(449)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(12.5)	(231)	(2,231)	(1,054)	(1,581)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(912)	(680)	(2,231)	(1,054)	(1,581)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	233	570	2,008	281	307
LCT thuần trong kỳ	338	1,440	(1,728)	26.6	31.7
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.71)	(1.65)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	570	2,008	281	307	339
Dòng tiền tự do	1,408	1,996	43.8	576	1,064

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	15.1	17.0	16.6	16.8	16.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.8	16.4	15.3	15.1	14.6
Tỷ suất LNT (%)	9.80	11.8	11.1	11.4	11.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.3	13.9	12.3	12.3	12.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	24.7	(3.93)	16.7	9.49	10.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	23.9	14.2	8.42	8.03	6.55
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	33.4	15.7	9.66	12.3	7.71
Tăng trưởng EPS (%)	31.1	(3.61)	9.66	12.3	7.71
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	9.26	15.7	9.66	12.3	7.71
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	50.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	30.5	31.7	43.3	38.5	35.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	14.4	15.5	15.1	14.8	14.0
ROACE (%)	14.4	15.6	15.0	14.6	13.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.03	0.94	1.01	1.02	1.01
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.66	1.61	0.50	0.80	0.94
Số ngày tồn kho	100	102	103	109	108
Số ngày phải thu	75.9	72.6	72.1	73.6	72.8
Số ngày phải trả	9.34	12.0	11.5	10.9	11.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.1	2.35	12.4	6.89	6.16
Nợ/tài sản (%)	18.9	16.7	11.3	7.48	6.86
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.34	1.13	0.77	0.51	0.49
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.58	2.82	3.59	4.60	4.86
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.19	1.10	1.03	0.91	0.82
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.63	6.72	6.77	6.04	5.65
P/E (lần)	9.00	9.34	8.51	7.58	7.04
P/E ĐC (lần)	10.8	9.34	8.51	7.58	7.04
P/B (lần)	1.53	1.38	1.20	1.05	0.93
Lợi suất cổ tức (%)	3.39	3.39	5.08	5.08	5.08

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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

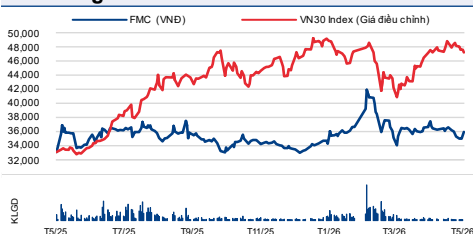
Giá mục tiêu: VNĐ42,000 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/5/2026)	35,950
Mã Bloomberg	FMC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	32,997-42,005
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,220
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,351
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	89.2
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)	12.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	29.9%
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	(4.02)	(1.90)	8.64
So với chỉ số	(3.32)	(1.53)	(23.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2026F	5,718	5,723	(0.1)
2027F	6,097	6,201	(1.7)
2028F	6,467	6,478	(0.2)

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

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, rủi ro thuế quan đã phản ánh vào giá

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FMC, cũng như giữ nguyên giá mục tiêu 42.000đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, FMC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,9 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.
- Bộ Thương mại Mỹ gần đây đã áp thuế CBPG sơ bộ là 10,76% đối với FMC trong đợt rà soát hành chính lần thứ 20. Nguyên nhân chính dẫn đến mức thuế cao bất thường này xuất phát từ việc cơ quan này áp dụng mức giá trị thay thế cao bất thường cho thức ăn nuôi tôm (trên 13 USD/kg). BLĐ hiện đang tích cực phối hợp với luật sư tư vấn quốc tế để đệ trình hồ sơ khiếu nại yêu cầu phía Mỹ tính toán lại. Trong thời gian chờ kết quả, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028.
- Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy rủi ro ở mức thấp do FMC đã chủ động tăng trích lập dự phòng thuế CBPG lên mức 10,18% (từ mức 4,58% trước đó). Mức thuế CBPG sơ bộ này chỉ có tính chất tham khảo và nếu mức thuế chính thức giảm xuống, công ty có thể được hoàn nhập dự phòng.

Sự kiện: Cập nhật kết quả sơ bộ kỳ rà soát hành chính lần thứ 20 về thuế chống bán phá giá

Ngày 8/5/2026, Bộ Thương mại Mỹ đã công bố kết quả sơ bộ của kỳ rà soát hành chính lần thứ 20 về thuế CBPG đối với tôm nước ấm từ Việt Nam, theo đó áp mức thuế suất sơ bộ cho FMC là 10,76%.

Theo BLĐ công ty, các luật sư tư vấn pháp lý đã xác định nguyên nhân cốt lõi bắt nguồn từ việc Bộ Thương mại Mỹ áp dụng mức giá trị thay thế cao bất thường cho thức ăn nuôi tôm (trên 13 USD/kg) trong văn bản công bố. Công ty sẽ nhanh chóng nộp các giải trình liên quan để yêu cầu tính toán lại.

Mức thuế sơ bộ này chỉ mang tính chất tham khảo và DOC vẫn cho phép các bên bị đơn bổ sung bằng chứng trước khi đưa ra phán quyết cuối cùng. Hiện tại, FMC đã chủ động nâng tỷ lệ trích lập dự phòng thuế CBPG lên mức 10,18% (từ mức 4,58% trước đó). Điều này giúp hạn chế tối đa rủi ro sụt giảm lợi nhuận trong trường hợp mức thuế chính thức được giữ nguyên. Ngược lại, nếu mức thuế cuối cùng được điều chỉnh giảm, công ty hoàn toàn có thể được ghi nhận một khoản hoàn nhập dự phòng đáng kể.

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Lợi nhuận thuần năm 2026 dự kiến đạt 374 tỷ đồng (tăng trưởng 7,2%) trên doanh thu thuần 8.599 tỷ đồng (tăng trưởng 5,1%). Sang năm 2027 và 2028, lợi nhuận thuần dự kiến đạt 399 tỷ đồng (tăng trưởng 6,6%) và 423 tỷ đồng (tăng trưởng 6,1%). Dự báo cho giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần – sát với bình quân dự báo thị trường – tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 6,6%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, FMC đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,9 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. HSC giữ nguyên giá mục tiêu 42.000đ/cp do việc lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2027 tạo ra tác động không đáng kể đến mô hình định giá DCF. Giá mục tiêu này tương ứng với tiềm năng tăng giá 17%, đồng thời cho thấy P/E năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 7,3 lần và 6,9 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FMC. Mặc dù vẫn còn rủi ro dẫn đến lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng do các yếu tố bất ổn liên quan đến thuế quan tại thị trường Mỹ, HSC cho rằng các tác động này đã được phản ánh phần lớn vào giá cổ phiếu.

Vui lòng tham khảo Báo cáo doanh nghiệp gần nhất của chúng tôi '[Hiệu quả cải thiện bù đắp tác động từ thuế quan](#)' để có thông tin chi tiết về dự báo lợi nhuận và định giá.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	546	503	464	502	541
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	304	347	374	399	423
EPS ĐC (đồng)	4,646	5,307	5,718	6,097	6,467
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	33,151	35,673	38,820	42,917	47,384
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.98	5.41	6.20	5.55	4.39
P/E ĐC (lần)	7.74	6.77	6.29	5.90	5.56
Lợi suất cổ tức (%)	5.56	5.56	5.56	5.56	5.56
P/B (lần)	1.08	1.01	0.93	0.84	0.76
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	10.0	14.2	7.74	6.64	6.06
ROAE (%)	14.5	15.4	15.4	14.9	14.3

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

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	6,913	8,185	8,599	9,210	9,864
Lợi nhuận gộp	752	973	1,013	1,083	1,156
Chi phí BH&QL	(388)	(650)	(688)	(737)	(789)
Thu nhập khác	(0.31)	1.42	0	0	0
Chi phí khác	(0.29)	(1.65)	0	0	0
EBIT	363	323	325	346	367
Lãi vay thuần	58.9	87.2	92.2	98.9	106
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	422	410	417	445	473
Chi phí thuế TNDN	(0.81)	(25.0)	(2.99)	(3.15)	(4.16)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(117)	(37.7)	(40.4)	(43.1)	(45.7)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	304	347	374	399	423
Lợi nhuận thuần ĐC	304	347	374	399	423
EBITDA ĐC	546	503	464	502	541
EPS (đồng)	4,646	5,307	5,718	6,097	6,467
EPS ĐC (đồng)	4,646	5,307	5,718	6,097	6,467
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	65.4	65.4	65.4	65.4	65.4

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	1,077	1,159	704	793	1,203
Đầu tư ngắn hạn	140	1,056	1,267	1,521	1,521
Phải thu khách hàng	370	559	627	598	678
Hàng tồn kho	1,002	885	929	1,109	1,107
Các tài sản ngắn hạn khác	51.3	147	121	121	149
Tổng tài sản ngắn hạn	2,641	3,806	3,648	4,142	4,657
TSCĐ hữu hình	855	722	613	487	343
TSCĐ vô hình	3.69	3.83	3.78	3.72	3.67
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	275	303	381	372	400
Tổng tài sản dài hạn	1,134	1,029	998	863	746
Tổng cộng tài sản	3,775	4,835	4,646	5,004	5,403
Nợ ngắn hạn	902	1,528	1,228	1,228	1,228
Phải trả người bán	118	113	148	148	155
Nợ ngắn hạn khác	258	544	394	459	533
Tổng nợ ngắn hạn	1,297	2,209	1,793	1,861	1,943
Nợ dài hạn	0.89	0.88	1.26	1.35	1.45
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0.89	0.88	1.26	1.35	1.45
Tổng nợ phải trả	1,309	2,221	1,811	1,881	1,965
Vốn chủ sở hữu	2,168	2,333	2,538	2,806	3,098
Lợi ích cổ đông thiểu số	298	282	296	317	340
Tổng vốn chủ sở hữu	2,466	2,615	2,835	3,124	3,438
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,775	4,835	4,646	5,004	5,403
BVPS (đ)	33,151	35,673	38,820	42,917	47,384
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(175)	369	525	436	25.8

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	363	323	325	346	367
Khấu hao	(184)	(181)	(139)	(156)	(174)
Lãi vay thuần	58.9	87.2	92.2	98.9	106
Thuế TNDN đã nộp	(0.81)	(25.0)	(2.99)	(3.15)	(4.16)
Thay đổi vốn lưu động	80.7	57.3	(251)	(72.0)	1.22
Khác	(48.1)	(73.3)	(182)	(188)	(194)
LCT thuần từ HKKD	601	513	102	313	417
Đầu tư TS dài hạn	(114)	(52.2)	(29.8)	(29.8)	(29.8)
Góp vốn & đầu tư	(352)	(1,113)	(211)	(253)	0
Thanh lý	0.20	1.99	0	0	0
Khác	554	251	161	173	185
LCT thuần từ HĐĐT	87.7	(913)	(79.8)	(111)	155
Cổ tức trả cho CSH	(151)	(165)	(131)	(131)	(131)
Thu từ phát hành CP	111	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	79.1	626	(347)	18.5	(31.7)
Khác	(111)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(72.0)	461	(478)	(112)	(162)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,077	1,159	704	793	1,203
LCT thuần trong kỳ	617	62.2	(455)	89.6	410
Ảnh hưởng của tỷ giá	8.70	19.5	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,703	1,241	248	883	1,613
Dòng tiền tự do	487	461	72.2	283	388

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	10.9	11.9	11.8	11.8	11.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.90	6.15	5.40	5.45	5.48
Tỷ suất LNT (%)	4.39	4.24	4.35	4.33	4.29
Thuế TNDN hiện hành (%)	0.19	6.11	0.72	0.71	0.88
Tăng trưởng doanh thu (%)	35.9	18.4	5.06	7.10	7.10
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	22.1	(7.90)	(7.79)	8.12	7.80
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	10.0	14.2	7.74	6.64	6.06
Tăng trưởng EPS (%)	10.0	14.2	7.74	6.64	6.06
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	10.0	14.2	7.74	6.64	6.06
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	43.0	37.7	35.0	32.8	30.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	14.5	15.4	15.4	14.9	14.3
ROACE (%)	15.4	12.6	11.9	11.5	11.1
Vòng quay tài sản (lần)	1.94	1.90	1.81	1.91	1.90
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.66	1.59	0.31	0.90	1.14
Số ngày tồn kho	59.4	44.8	44.7	49.8	46.4
Số ngày phải thu	21.9	28.3	30.1	26.9	28.4
Số ngày phải trả	7.00	5.73	7.14	6.64	6.50
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.37)	16.1	21.1	16.0	1.20
Nợ/tài sản (%)	24.3	31.8	26.7	24.8	23.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.68	3.05	2.67	2.48	2.29
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.04	1.72	2.04	2.23	2.40
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.31	0.33	0.33	0.30	0.24
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.98	5.41	6.20	5.55	4.39
P/E (lần)	7.74	6.77	6.29	5.90	5.56
P/E ĐC (lần)	7.74	6.77	6.29	5.90	5.56
P/B (lần)	1.08	1.01	0.93	0.84	0.76
Lợi suất cổ tức (%)	5.56	5.56	5.56	5.56	5.56

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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