

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HSX: VHC)
Nguyễn Lê Thành Đạt

Chuyên viên phân tích

 Email: datnlt2@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7583

Giá hiện tại:

49.700

Giá mục tiêu:

58.300

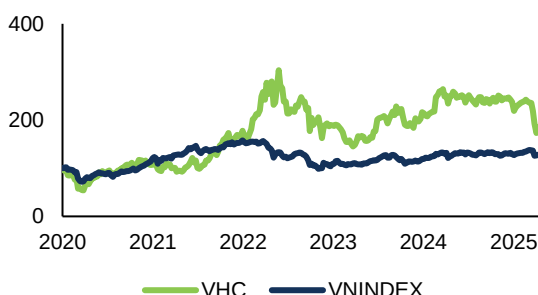
Tăng/(giảm):

+17,3%
Khuyến nghị
MUA

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu VHC và VNINDEX

Thông tin giao dịch
25/04/2025

Giá hiện tại (Đồng/cp)	49.700
Giá cao nhất 52 tuần (Đồng/cp)	80.000
Giá thấp nhất 52 tuần (Đồng/cp)	43.750
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	224,5
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	224,5
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp/ngày)	1,127
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	23,8%
Vốn hóa (tỷ đồng)	11.155
EPS Trailing 12 tháng (Đồng/cp)	5.473
P/E Trailing 12 tháng	9,1x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn
Địa chỉ	Quốc lộ 30, Phường 11, TP. Cao Lãnh, tỉnh Đồng Tháp
HĐKD chính	Chế biến, bảo quản thủy sản và sản phẩm từ thủy sản
Chi phí chính	Thức ăn nuôi cá và cá giống
Rủi ro chính	Nhu cầu giảm do suy thoái và chịu thuế đối ứng cao tại Mỹ
Yếu tố theo dõi	Giá thức ăn và giá xuất khẩu Sản lượng xuất khẩu

TRONG NGUY CÓ CƠ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu mã cổ phiếu **VHC – Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn**, niêm yết trên sàn HSX. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu VHC là 58.300 đồng/cổ phiếu, cao hơn 17,3% so với mức giá đóng cửa tại ngày 25/04/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC phần lớn đến từ việc chiết khấu giá trên thị trường trong giai đoạn vừa qua cùng với các triển vọng đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của VHC năm 2025 lần lượt đạt 12.767 tỷ đồng (+1,9% YoY) và 1.293 tỷ đồng (+4,8% YoY). Giai đoạn 2025F – 2029F, doanh thu và LNST kỳ vọng tăng trưởng với CAGR lần lượt đạt 4,1% và 9,4% nhờ:

➤ Mảng cá tra (72% doanh thu) kỳ vọng tăng trưởng tích cực

Doanh thu mảng cá tra năm 2025 dự kiến đạt 9.446 tỷ đồng (+5,6% YoY) và tăng trưởng với CAGR = +3,0%/năm trong giai đoạn 2025 – 2029F, nhờ:

Với thị trường xuất khẩu: Doanh thu năm 2025 ước tính đạt 8.686 tỷ đồng (+4,9% YoY) chủ yếu nhờ giá xuất khẩu tăng +13,8% YoY do thiếu hụt nguồn cung cá tra nguyên liệu. *Trong giai đoạn 2025F – 2029F*, doanh thu tăng trưởng với CAGR = +1,8%/năm, trong đó dự kiến đạt đỉnh năm 2026 với doanh thu 9.616 tỷ đồng (+10,7% YoY) trước khi hạ nhiệt -11,0% YoY năm 2027. Nguyên nhân do giá xuất khẩu duy trì đà tăng và đạt đỉnh trong năm 2026 trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung, sau đó giảm mạnh và đi ngang kể từ năm 2027 do tình trạng dư thừa nguồn cung cá tra nguyên liệu và Đề án liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp dần hoàn thiện.

Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ trong giai đoạn dự phóng ước tính tăng trưởng +5,5%/năm bởi cá tra Việt Nam duy trì lợi thế cạnh tranh về giá so với: (1) Cá rô phi Trung Quốc tại Mỹ kể cả trong trường hợp bị áp thuế đối ứng tối đa và (2) Cá thịt trắng khác tại châu Âu nhờ được miễn thuế thông qua FTAs và xu hướng tiêu dùng thủy sản giá rẻ ([Chi tiết](#)).

Với thị trường nội địa: Doanh thu năm 2025 kỳ vọng đạt 760 tỷ đồng (+14,5% YoY) và tăng trưởng với CAGR = +14,4%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm đông lạnh gia tăng bởi sự tiện lợi và (2) VHC mở rộng phân phối sản phẩm BASAmaster ([Chi tiết](#)).

➤ Mảng collagen và gelatin (7% doanh thu) kỳ vọng tích cực nhờ nhu cầu chăm sóc sức khỏe tăng

Doanh thu mảng sản phẩm C&G của VHC kỳ vọng đạt 869 tỷ đồng (+12,4% YoY) năm 2025 và tăng trưởng với CAGR = +23,1%/năm giai đoạn 2025F – 2029F nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ C&G được chiết xuất từ cá gia tăng và (2) Đóng góp doanh thu từ dây chuyền sản xuất Gelatin mở rộng thêm 3.500 tấn/năm (+100% YoY) kể từ năm 2025 ([Chi tiết](#)).

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành

Hình: Logo CTCP Vĩnh Hoàn

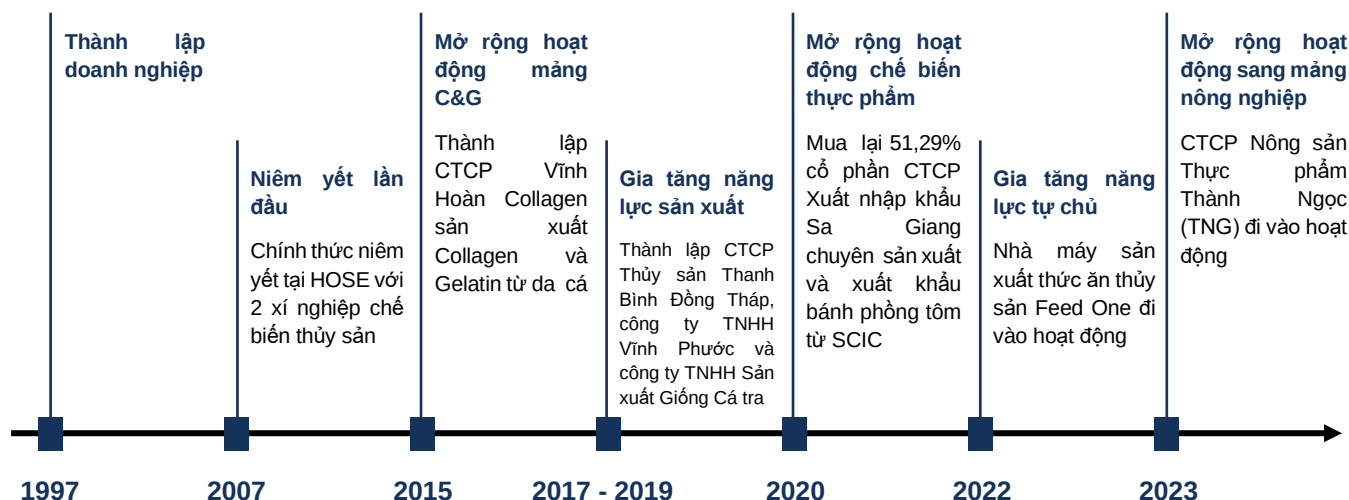


Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC) tiền thân là doanh nghiệp tư nhân Vĩnh Hoàn, được thành lập vào ngày 19/12/1997 tại tỉnh Đồng Tháp.

Năm 2007, Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn được niêm yết lần đầu trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) với mã cổ phiếu là VHC với vốn điều lệ ban đầu là 300 triệu đồng. Tính đến 12/2024, vốn điều lệ của VHC đạt 2.245 tỷ đồng.

VHC là doanh nghiệp đầu ngành trong mảng xuất khẩu cá tra tại Việt Nam. Bên cạnh đó, VHC cũng mở rộng sang các mảng kinh doanh khác như collagen & gelatin, nông sản, thực phẩm đóng gói và thức ăn thủy sản.

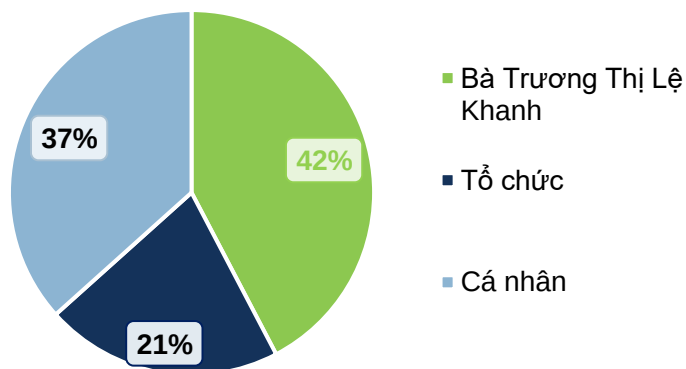
Hình: Lịch sử hình thành và phát triển VHC



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

2. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ: Cơ cấu cổ đông của VHC (12/2024)



Bà Trương Thị Lệ Khanh – Chủ tịch HĐQT là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu đạt 42,3%. Ngoài ra, nhóm cổ đông tổ chức sở hữu 21,1% cổ phần. Trong đó, nhóm cổ đông tổ chức lớn là Dragon Capital và Mitsubishi Corp lần lượt nắm giữ 6,8% và 6,4% cổ phần. Các cổ đông cá nhân còn lại chiếm khoảng 37% cổ phần của VHC.

Nguồn: CafeF, FPTS tổng hợp

3. Cơ cấu tổ chức

Tính đến năm 2024, VHC sở hữu 8 công ty con và 1 công ty liên kết hoạt động chính trong ngành thủy sản, nông nghiệp và công nghiệp chế biến thủy sản, cụ thể được tóm tắt trong bản sau:

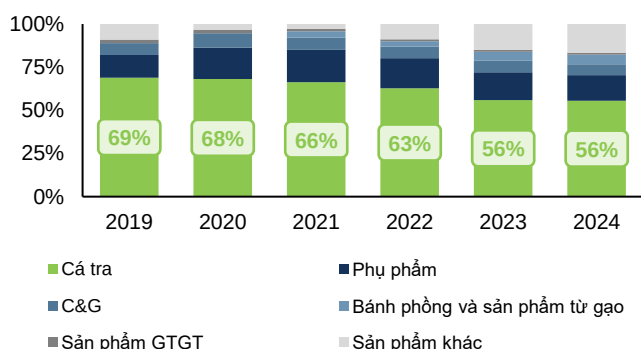
Bảng: Cơ cấu tổ chức của VHC

Ngành*	Tên công ty	Hoạt động kinh doanh chính	Vốn góp (Tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu
Thủy sản	CTCP Thực phẩm Vĩnh Phước	Chế biến bảo quản thủy sản và sản phẩm thủy sản	880	100%
	Công ty TNHH MTV Thanh Bình Đồng Tháp	Chế biến bảo quản thủy sản và sản phẩm thủy sản	341	100%
	Công ty TNHH SX Giống cá tra Vĩnh Hoàn	Sản xuất giống cá tra	149	98%
	Công ty TNHH Thức ăn Thủy sản Feed One	Sản xuất thức ăn thủy sản	195	75%
	Vinh Technology Pte Ltd	Đầu tư các công ty đổi mới công nghệ trong nuôi trồng và chăn nuôi. Xuất nhập khẩu thủy sản	3,5	100%
Nông nghiệp	CTCP Nông sản Thực phẩm Thành Ngọc	Chế biến và bảo quản rau quả	408	90%
Công nghiệp chế biến	CTCP Vĩnh Hoàn Collagen	Chiết xuất và sản xuất Collagen và Gelatin	108	100%
	CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang	Sản xuất, mua bán thực phẩm bánh phồng, phở,...	520	77%
Quản lý & xử lý rác thải	Công ty TNHH Mai Thiên Thanh	Xử lý và tiêu hủy rác thải và sản xuất phân bón	13,5	28%

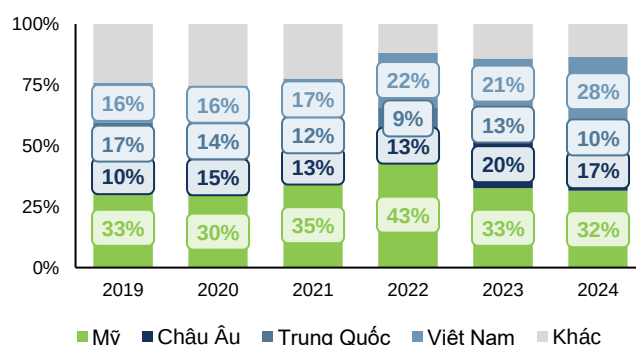
*Phân loại theo Hệ thống ngành kinh tế Việt Nam

Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

4. Hoạt động kinh doanh chính

Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của VHC


Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu theo thị trường của VHC


Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

VHC hiện đang sản xuất và kinh doanh 3 nhóm sản phẩm chính bao gồm:

1. Nhóm sản phẩm cá tra (chiếm ~72% doanh thu): Bao gồm (1) *Cá tra fillet* (56% doanh thu) - cá tra đông lạnh fillet dạng khối và IQF; (2) *Phụ phẩm* (15% doanh thu) - thức ăn cho gia súc hoặc chế biến thực phẩm và (3) *sản phẩm GTGT* (1% doanh thu) - sản phẩm được tẩm bột, gia vị để sẵn sàng nấu (Ready-to-cook) hoặc hâm nóng sử dụng (Ready-to-eat).

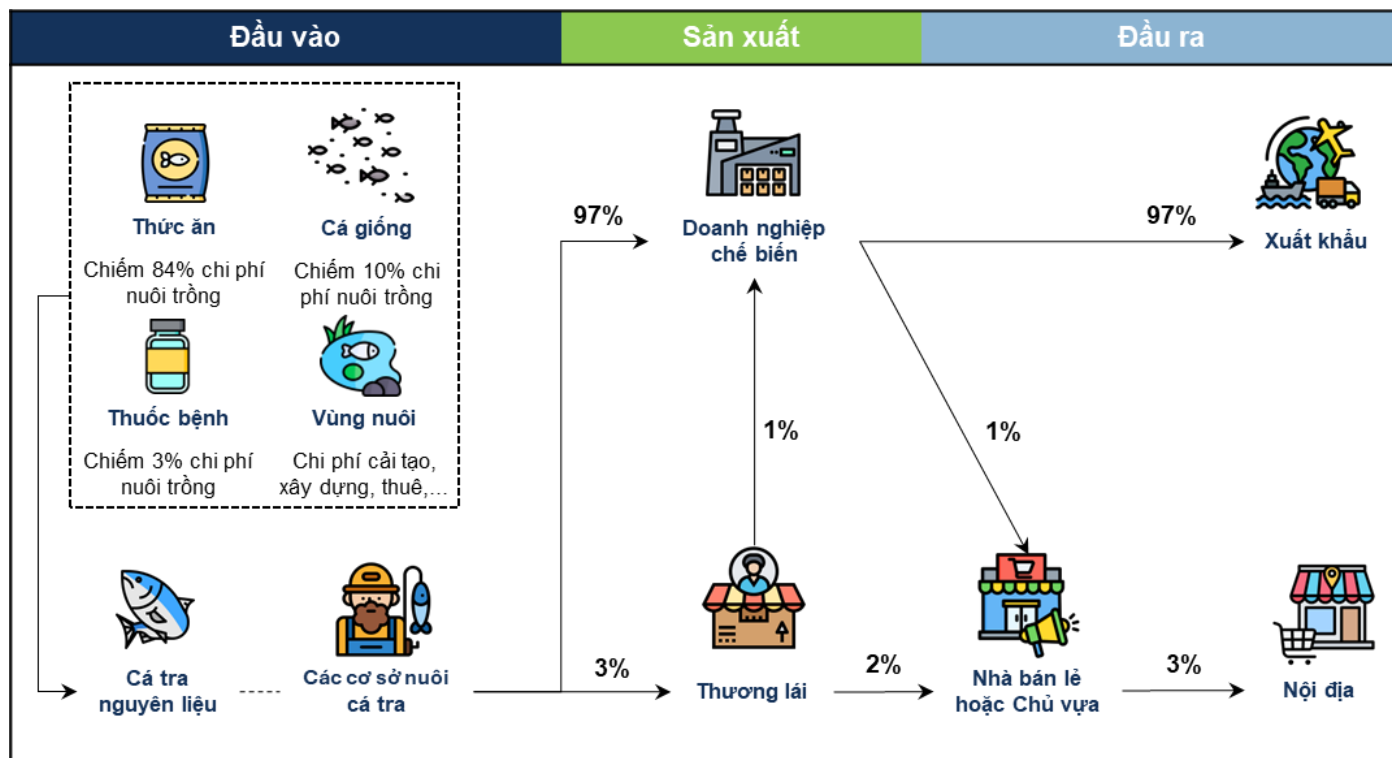
2. Nhóm sản phẩm collagen và gelatin (C&G) (chiếm ~6% doanh thu): Sản phẩm C&G được sản xuất từ năm 2016 thông qua chiết xuất từ da cá tra và dùng làm nguyên liệu cho ngành thực phẩm bổ sung và mỹ phẩm.

3. Nhóm sản phẩm khác (chiếm ~22% doanh thu): Bao gồm (1) *Bánh phồng và các sản phẩm từ gạo* (6% doanh thu) được kinh doanh từ năm 2021 sau khi VHC mua lại CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang và (2) các sản phẩm khác (16% doanh thu) bao gồm các loại cá xuất khẩu khác, trái cây xuất khẩu, thức ăn thủy sản,...

Sản phẩm của VHC chủ yếu được tiêu thụ tại thị trường xuất khẩu. Khoảng 70% doanh thu VHC đến từ thị trường xuất khẩu trong đó Mỹ, châu Âu, Trung Quốc là các thị trường chủ lực, lần lượt đóng góp 32%, 17%, 10% doanh thu.

B. TỔNG QUAN MẢNG CÁ TRA

Hình: Chuỗi giá trị ngành cá tra



Nguồn: FPTIS tổng hợp

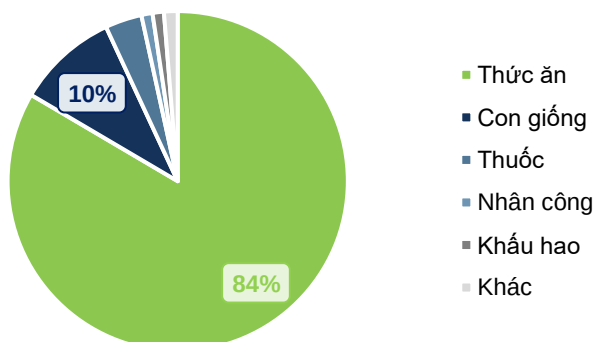
Về đầu vào, cá tra nguyên liệu (CTNL) chủ yếu được nuôi trồng tại Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL) và chiếm hơn 80% sản lượng cá tra toàn quốc. Các cơ sở nuôi cá tra mua thức ăn, cá giống, thuốc,... và nuôi thành CTNL sau khoảng 8 tháng để xuất bán cho các doanh nghiệp chế biến và thương lái.

Về sản xuất, các doanh nghiệp thu mua khoảng 97% lượng cá tra nguyên liệu và tiến hành chế biến trước khi đưa ra thị trường tiêu thụ. Trong đó, các doanh nghiệp có quy trình chế biến tương đồng nhau ([Phụ lục](#)).

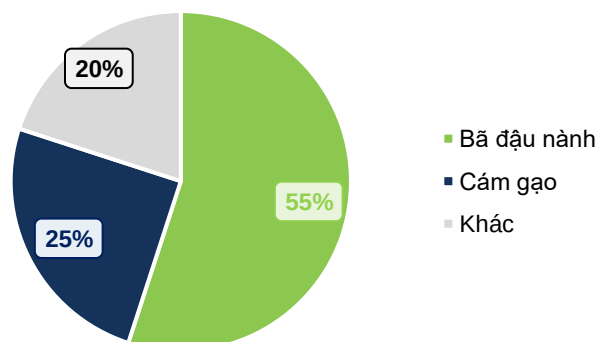
Về đầu ra, kênh xuất khẩu tiêu thụ khoảng 97% lượng cá tra nguyên liệu được sản xuất từ các doanh nghiệp chế biến. Nguyên nhân vì các doanh nghiệp ưu tiên xuất khẩu bởi giá bán cao hơn cùng số lượng đơn hàng lớn. Mặt khác, cá tra tiêu thụ nội địa còn hạn chế vì người tiêu dùng ưa chuộng các loại thủy sản tươi sống so với cá tra đông lạnh. Do đó, chúng tôi tập trung phân tích chuỗi tiêu thụ xuất khẩu trong phần tổng quan ngành dưới đây.

1. Chi phí nuôi trồng cá tra nguyên liệu có xu hướng giảm sau khi tăng cao trong giai đoạn 2020 - 2022

Biểu đồ: Cơ cấu chi phí nuôi cá tra ở các vùng nuôi Biểu đồ: Cơ cấu chi phí thức ăn nuôi cá tra



Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính



Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

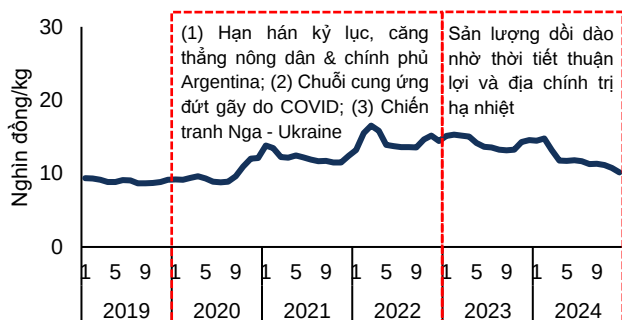
Thức ăn và con giống chiếm phần lớn tỷ trọng trong cơ cấu chi phí nuôi trồng cá tra nguyên liệu. Trong đó thức ăn cá tra và con giống lần lượt chiếm 84% và 10% tổng chi phí do đặc thù của ngành nuôi trồng cá tra. Xét thức

ăn nuôi trồng cá tra, thức ăn dạng viên được sử dụng phổ biến ([Phụ lục](#)) với 2 thành phần chính là (1) Bã đậu nành (chiếm ~55% tổng chi phí) chủ yếu được nhập khẩu từ Nam Mỹ¹ và (2) Cám gạo (chiếm ~25% chi phí) được thu mua tại ĐBSCL. Các nguyên liệu còn lại (chiếm ~20% chi phí) bao gồm mì lát, bột cá,... tùy thuộc vào tỷ lệ phối trộn.

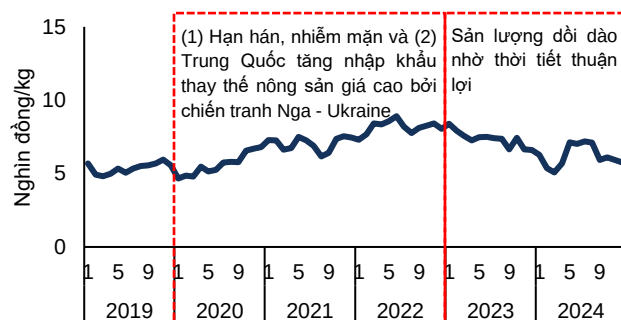
1.1. Thức ăn: Giá nguyên liệu thức ăn có xu hướng giảm sau khi tăng cao trong giai đoạn 2020 - 2022

Nhìn chung, giá thức ăn chăn nuôi có xu hướng giảm với CAGR = -9,7% trong giai đoạn 2022 - 2024 khi có diễn biến tương đồng với giá bã đậu nành và cám gạo. **Với bã đậu nành**, giá nhập khẩu hạ nhiệt kể từ cuối năm 2022 từ mức 14.486 đồng/kg về mức 12.015 đồng/kg cuối năm 2024 (Giảm -17% so với năm 2022) nhờ sản lượng thu hoạch phục hồi từ Argentina và Brazil ([Phụ lục](#)) và các yếu tố địa chính trị hạ nhiệt. **Với cám gạo**, giá bán nội địa trung bình giảm còn 6.215 đồng/kg vào cuối năm 2024 (Giảm -23,9% so với năm 2022) bởi sản lượng lúa ĐBSCL phục hồi (+3,4% so với năm 2022) trong bối cảnh thời tiết thuận lợi ([Phụ lục](#)).

Biểu đồ: Giá nhập khẩu bã đậu nành từ Nam Mỹ về Việt Nam **Biểu đồ: Giá cám gạo tại Đồng bằng sông Cửu Long**



Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính



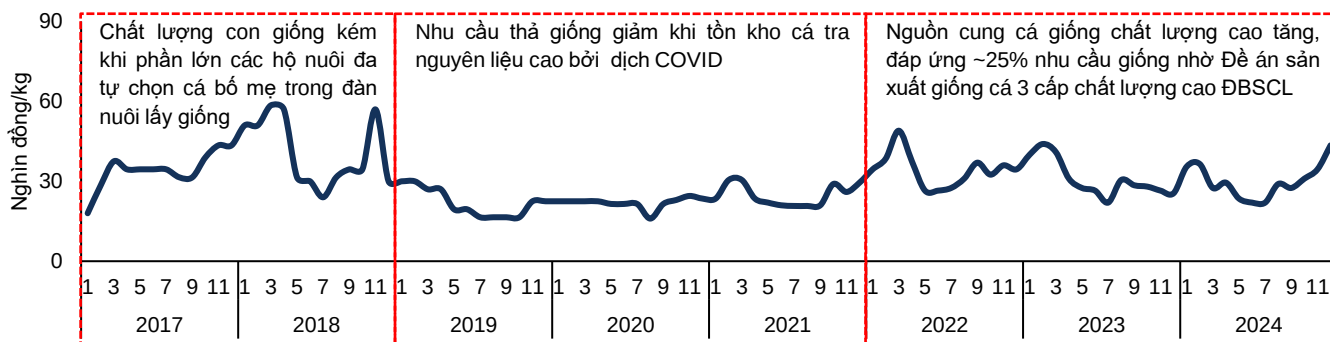
Nguồn: MARD, FPTS tổng hợp và ước tính

1.2. Cá giống: Giá bán duy trì ở mức thấp và ít biến động hơn so với trước năm 2019

Giá cá giống biến động cùng chiều với giá cá tra nguyên liệu dựa trên tình trạng thiếu hụt và dư thừa nguồn cung ([Chi tiết](#)), tuy nhiên mức độ biến động giá cá giống cao hơn² do chịu ảnh hưởng bởi tỷ lệ hao hụt. Trong đó, tỷ lệ hao hụt bị phụ thuộc bởi (1) chất lượng con giống và (2) diễn biến thời tiết.

Nếu loại bỏ giai đoạn 2019 - 2021 do ảnh hưởng của dịch COVID-19³, giá cá giống trung bình giai đoạn 2022 - 2024 thấp hơn ~15% và biến động thấp hơn so với 2017 - 2018 nhờ tỷ lệ hao hụt cá giống giảm từ mức 95% (2017-2018) xuống ~87% (2019 - 2024). Kết quả trên đạt được nhờ nguồn cung cá giống chất lượng cao tăng trong giai đoạn 2022 - 2024 thông qua Đề án sản xuất giống cá 3 cấp chất lượng cao Đồng bằng sông Cửu Long ([Phụ lục](#)).

Biểu đồ: Giá cá tra giống trung bình tại tỉnh Đồng Tháp (28 - 35 con/kg)



Nguồn: Agromonitor, VASEP, FPTS tổng hợp và ước tính

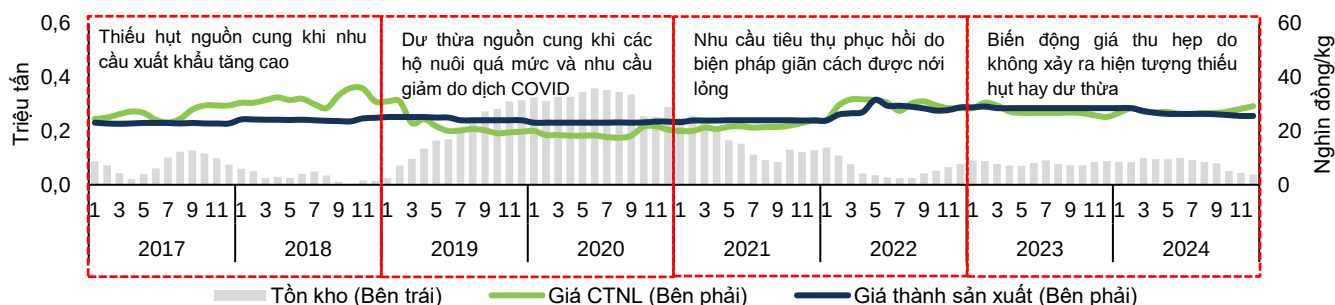
¹ Các doanh nghiệp Việt Nam nhập khẩu chủ yếu từ Argentina và Brazil do (1) Nguồn cung dồi dào (chiếm ~65% sản lượng xuất khẩu toàn cầu) và (2) Giá nhập khẩu thấp hơn ~50% so với giá trong nước nhờ quy trình sản xuất chất lượng cao giúp tăng năng suất.

² Xét giai đoạn 2017 - 2024, hệ số tương quan giữa giá cá giống và giá cá tra nguyên liệu đạt 0,74. Hệ số biến thiên (CV) giữa cá giống và giá cá tra nguyên liệu lần lượt đạt 0,33 và 0,18 cùng giai đoạn.

³ Giá cá giống giai đoạn 2023-2024 cao hơn ~39% so với giai đoạn COVID do nhu cầu mua giống gia tăng từ mức nền thấp để đáp ứng nguyên liệu và bù đắp hao hụt bởi thời tiết tiêu cực.

2. Doanh nghiệp chế biến có xu hướng tự chủ cá tra nguyên liệu trước những biến động thất thường

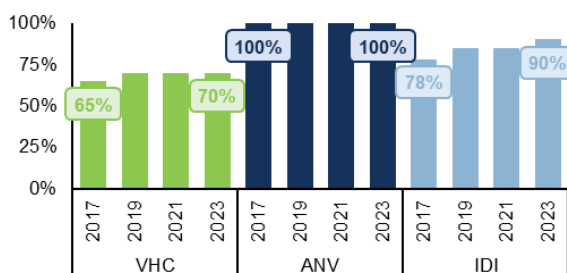
Biểu đồ: Diễn biến tồn kho, sản lượng xuất khẩu, giá bán và giá thành sản xuất của cá tra nguyên liệu⁴



Nguồn: VASEP, Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

Giá cá tra nguyên liệu thiếu ổn định do thường xảy ra tình trạng thiếu hụt và dư thừa nguồn cung. Nguyên nhân do (1) Tình trạng nuôi trồng tự phát của các hộ nuôi riêng lẻ (chiếm ~40% nguồn cung cá tra nguyên liệu) và (2) Thiếu tính liên kết với doanh nghiệp để thu mua. Đối với các hộ nuôi này, họ sẽ gia tăng lượng cá tra nuôi trồng khi giá cá tra nguyên liệu tăng cao ở giai đoạn trước và ngược lại.

Biểu đồ: Tỷ lệ tự chủ cá tra nguyên liệu một số doanh nghiệp chế biến cá tra



Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp

Do đó, các doanh nghiệp gia tăng khả năng tự chủ cá tra nguyên liệu thông qua hai hình thức bao gồm (1) Nuôi trồng cá tra ở các vùng nuôi tự chủ hoặc (2) Liên kết với các hộ nuôi cá tra theo hình thức nuôi gia công sau đó sẽ thu lại cá tra nguyên liệu tại các vùng nuôi.

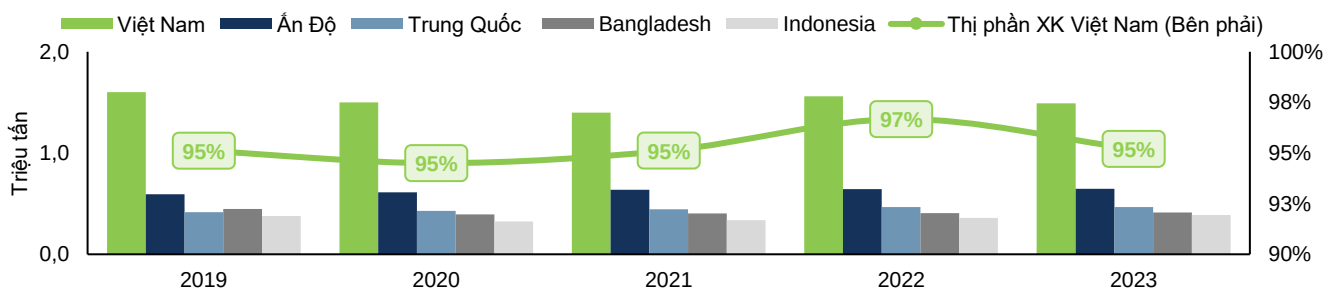
Các doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu cá tra đã nâng mức tự chủ cá tra nguyên liệu lên hơn 70% trong giai đoạn 2017 – 2023. Trong đó, ANV đã đạt mức tự chủ 100% cá tra nguyên liệu kể từ năm 2017.

3. Việt Nam dẫn đầu về xuất khẩu cá tra trên toàn cầu với Trung Quốc, Mỹ và châu Âu là các thị trường chính

3.1. Việt Nam dẫn đầu về xuất khẩu cá tra nhờ điều kiện thuận lợi

Việt Nam là nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới với thị phần duy trì trên 90%. Xét các quốc gia có sản lượng cá tra lớn trên toàn cầu, Việt Nam cạnh tranh tốt trên thị trường xuất khẩu bởi cá tra được nuôi trồng tại Đồng bằng sông Cửu Long không lẫn tạp chất và đảm bảo chất lượng nhờ điều kiện tự nhiên thuận lợi⁵. Qua đó, cá tra Việt Nam dễ dàng được tiêu thụ nhờ đáp ứng thị hiếu tại các thị trường xuất khẩu.

Biểu đồ: Sản lượng sản xuất cá tra nguyên liệu của một số quốc gia và thị phần xuất khẩu cá tra Việt Nam



Nguồn: ITC, GSMC, DOF, FPTS tổng hợp và ước tính

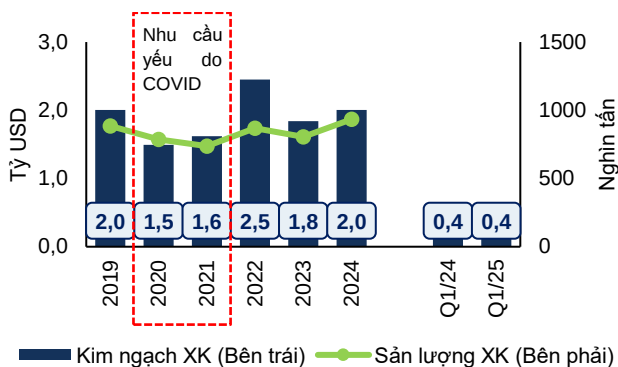
⁴ Giá cá tra nguyên liệu tỉnh Đồng Tháp loại 0,7 – 1 kg/con, chiếm 40% lượng cung cá tra nguyên liệu tại Đồng bằng sông Cửu Long.

⁵ Cá tra phân bố chủ yếu ở hạ lưu sông Mê Kông, đặc biệt ở khu vực ĐBSCL nhờ (1) môi trường nước ngọt và khí hậu nhiệt đới gió mùa và (2) mạng lưới sông ngòi dày đặc tạo ra diện tích mặt nước lớn, qua đó giúp cá tra sinh trưởng và sinh sản thuận lợi.

3.2. Trung Quốc, Mỹ và châu Âu là các thị trường xuất khẩu chủ lực của Việt Nam

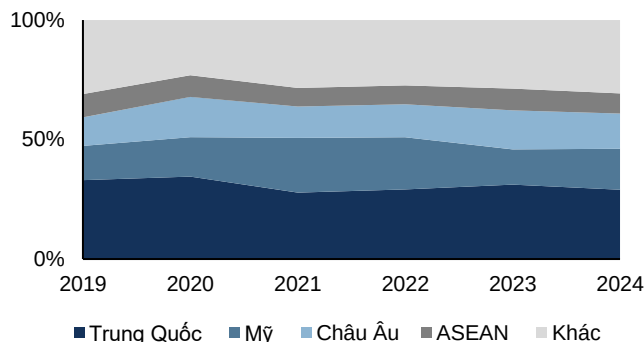
Nhìn chung, giai đoạn 2019 – 2024 kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam không có sự tăng trưởng đáng kể, đạt 2 tỷ USD trong năm 2024, tương đương so với năm 2019. Tuy nhiên, giai đoạn trên có sự biến động lớn lần lượt (1) Giảm mạnh trong giai đoạn đại dịch COVID-19 (2020 – 2021); (2) Tăng mạnh +56,3% YoY năm 2022 khi nhu cầu tăng mạnh sau đại dịch và (3) Phục hồi +11,1% YoY trong năm 2024 nhờ nhu cầu tiêu thụ gia tăng khi kinh tế phục hồi (**Phụ lục**). Tính đến Q1/2025, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt ~440 triệu USD (+5,2% YoY) chủ yếu nhờ giá xuất khẩu toàn ngành tăng +4,6% YoY trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu.

Biểu đồ: Kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam



Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp

Biểu đồ: Tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam theo thị trường



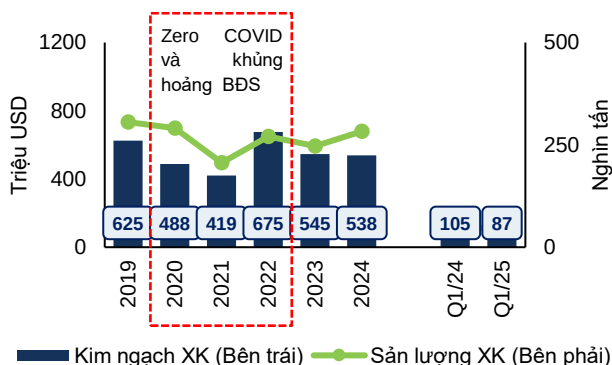
EU và UK đại diện cho châu Âu do chiếm ~90% tổng lượng nhập khẩu
 Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

Sản phẩm cá tra của Việt Nam được xuất khẩu đến 140/195 (chiếm 72%) quốc gia toàn cầu vào cuối năm 2024. Tuy nhiên thị trường tiêu thụ khá phân mảnh và tập trung vào 3 thị trường chính bao gồm Trung Quốc, Mỹ và Châu Âu, chiếm lần lượt 30%, 20% và 15% tổng giá trị xuất khẩu.

➤ Thị trường Trung Quốc: Thị trường xuất khẩu chiếm giá trị lớn nhất do ít hạn chế trong xuất khẩu

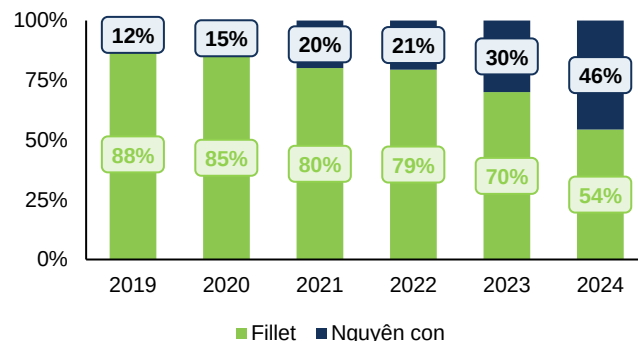
Trung Quốc là thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam nhờ vào chi phí thấp và ít rào cản thương mại. Tính đến năm 2024, Việt Nam có 119 doanh nghiệp (chiếm 26,6% tổng số doanh nghiệp xuất khẩu) tham gia xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc do (1) Chi phí vận chuyển thấp hơn so với thị trường khác; (2) Cá tra Việt Nam không chịu thuế chống bán phá giá như thị trường Mỹ (3) Không yêu cầu các tiêu chuẩn an toàn thực phẩm hay tiêu chuẩn cá nhập khẩu riêng như Mỹ và châu Âu. Trong đó, sản phẩm tiêu thụ tại Trung Quốc đa dạng bao gồm cá 0,85 – 1 kg/con và cá quá lứa (>1,2kg/con), trong khi tiêu chuẩn nhập khẩu của Mỹ và châu Âu là 0,85 – 1 kg/con.

Biểu đồ: Kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc



Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp

Biểu đồ: Cơ cấu sản phẩm cá tra đông lạnh của Việt Nam xuất khẩu sang Trung Quốc



Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp và ước tính

Nhìn chung, kim ngạch xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc có xu hướng giảm trong giai đoạn 2019 – 2024. Trong giai đoạn 2019 – 2021, kim ngạch xuất khẩu giảm mạnh với CAGR = -18,1%/năm do sản lượng xuất khẩu với CAGR = -17,9%/năm khi ảnh hưởng bởi chính sách Zero COVID và khủng hoảng bất động sản tại Trung Quốc. Kim ngạch xuất khẩu năm 2022 tăng mạnh +61% YoY nhờ nhu cầu phục hồi khi chính sách Zero COVID được nới lỏng,

trước khi có xu hướng giảm với CAGR = -10,7% trong giai đoạn 2022 – 2024. Nguyên nhân do giá xuất khẩu giảm với CAGR = -12,8%/năm cùng giai đoạn khi cá tra nguyên con có giá bán thấp hơn ~20% cá tra fillet gia tăng tỷ trọng trong cơ cấu xuất khẩu. Cụ thể, tỷ trọng cá tra nguyên con tăng mạnh từ 21% lên 46% trong giai đoạn 2022 – 2024 bởi (1) Các hộ gia đình có xu hướng tự chế biến cá nguyên con theo khẩu vị và (2) Nhu cầu cá nguyên con từ nhà hàng, chuỗi thức ăn,... tăng khi đi vào hoạt động sau giai đoạn Zero COVID. **Trong Q1/2025, kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt ~87 triệu USD (-17,3% YoY)** do nhu cầu tiêu thụ chưa có dấu hiệu cải thiện khi kinh tế nội địa còn nhiều bất định, khiến sản lượng xuất khẩu khẩu ước tính giảm mạnh -18,3% YoY.

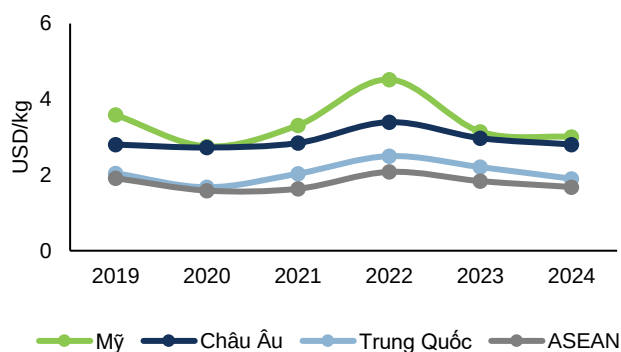
➤ **Thị trường Mỹ: Giá xuất khẩu cao đi kèm với các rào cản về thương mại**

Giá xuất khẩu sang Mỹ cao hơn ~40% so với các thị trường khác, tuy nhiên số lượng doanh nghiệp tham gia còn hạn chế. Tính đến năm 2024, chỉ có khoảng 40 doanh nghiệp tham gia xuất khẩu tại Mỹ, tương đương 1/3 số lượng doanh nghiệp xuất khẩu sang Trung Quốc và ~9% số lượng doanh nghiệp toàn ngành, do phải chịu rào cản về tiêu chuẩn an toàn thực phẩm và thuế chống bán phá giá. Trong đó, các doanh nghiệp xuất khẩu phải:

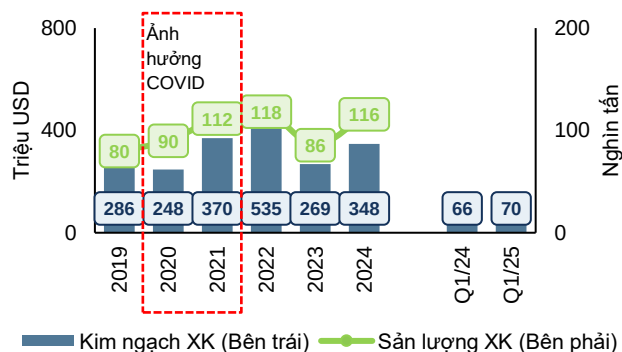
(1) Đáp ứng các tiêu chuẩn về an toàn thực phẩm theo đạo luật Farm Bill⁶. Theo đó, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra sang Mỹ phải được đoàn thanh tra của Cơ quan Kiểm dịch và An toàn Thực phẩm Mỹ - FSIS (Thuộc USDA) kiểm tra và phê duyệt từng cơ sở xuất khẩu và tái kiểm tra ở các điểm nhập cảnh tại Mỹ.

(2) Chịu mức thuế chống bán phá giá thông qua các đợt rà soát hành chính (POR) của Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC). Với kết quả sơ bộ kỳ POR20 (2022 – 2023), có 8 doanh nghiệp⁷ (+167% YoY) được nhận mức thuế 0 USD/kg trong giai đoạn 2024 - 2025. Qua đó, mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu vào Mỹ.

Biểu đồ: Giá xuất khẩu cá tra Việt Nam theo thị trường Biểu đồ: Kim ngạch XK cá tra của Việt Nam sang Mỹ



Nguồn: Agromonitor, FPTs tổng hợp và ước tính



Nguồn: Agromonitor, FPTs tổng hợp

Kim ngạch xuất khẩu cá tra sang Mỹ có xu hướng tăng trong giai đoạn 2019 – 2024, mặc dù có sự sụt giảm đáng kể trong năm 2023 do tồn kho cá tra cao. Cụ thể, *giai đoạn 2019 – 2022*, kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ tăng trưởng với CAGR = 23,2%/năm, nhờ sản lượng xuất khẩu tăng trung bình 17%/năm, bất chấp ảnh hưởng đại dịch. Nguyên nhân do (1) Cá tra Việt Nam (~25% lượng cá nhập khẩu) tăng khả năng cạnh tranh với cá rô phi Trung Quốc (~38% lượng cá nhập khẩu) - bị áp thuế suất 25% từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung (2018) và (2) Cá tra là sản phẩm giá rẻ trong bối cảnh kinh tế ảm đạm ([Phụ lục](#)). Kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ năm 2023 giảm mạnh -49,7% YoY và -27,2% YoY về lượng do lượng tồn kho sau đại dịch tại Mỹ còn lớn, trước khi phục hồi vào năm 2024 (+29,4% YoY về giá trị và +34,5% YoY về lượng) nhờ nhu cầu tăng khi lạm phát hạ nhiệt. **Tính đến Q1/2025, kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ đạt ~70 triệu USD (+5,5% YoY)** nhờ giá xuất khẩu tăng +7,8% YoY chủ yếu do thiếu hụt nguồn cung.

Cá tra Việt Nam nói riêng có thể chịu mức thuế đối ứng tối đa đạt 46% tại thị trường Mỹ, trong đó mức thuế suất chính thức sẽ được công bố vào tháng 07/2025, do Việt Nam có mức thâm hụt thương mại lớn thứ 3 tại Mỹ và thủy sản là 1 trong 8 mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất sang Mỹ. Trong đó, cá tra chiếm tỷ trọng cao thứ 2 (~20% tính đến năm 2024) trong tổng giá trị thủy sản Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ.

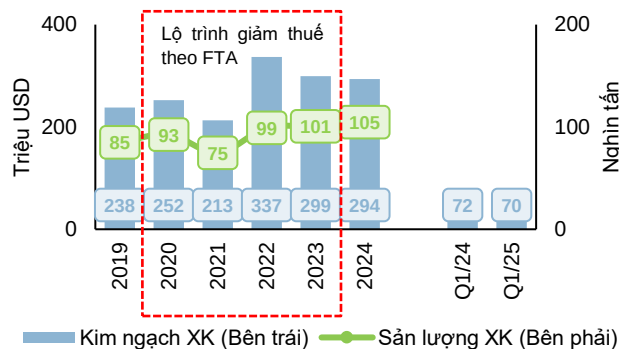
⁶ Farm Bill là đạo luật được thành lập từ năm 2011 và có hiệu lực từ năm 2016, nhằm chuyển đổi quyền giám sát cá da trơn từ FDA (Thuộc Bộ Y Tế Mỹ) sang USDA (Bộ Nông Nghiệp Mỹ), tạo ra yêu cầu mới về quản lý chất lượng cá da trơn.

⁷ Bao gồm Vĩnh Hoàn, Biển Đông, XNK Thủy sản Cần Thơ, Thủy sản Đại Thành, Thủy Sản Đông Á, Hùng Cá 6, Nam Việt và NTSF.

➤ **Thị trường châu Âu: Thị trường tiềm năng với thuế suất ưu đãi thông qua các hiệp định FTA**

Hiệp định EVFTA và Hiệp định UKVFTA tăng cơ hội cho cá tra Việt Nam cạnh tranh tại châu Âu, tuy nhiên cần phải đáp ứng các tiêu chuẩn khắt khe (Phụ lục). Tại thị trường EU, Việt Nam đã ký kết Hiệp định EVFTA, qua đó cá tra Việt Nam được xóa bỏ thuế theo lộ trình và hưởng thuế suất 0% kể từ năm 2023 (Phụ lục). Cùng với đó, Hiệp định EKVFTA được ký kết giữa Việt Nam và UK giúp cá tra Việt Nam hưởng thuế nhập khẩu 0% từ năm 2021.

Biểu đồ: Kim ngạch XK cá tra Việt Nam sang châu Âu



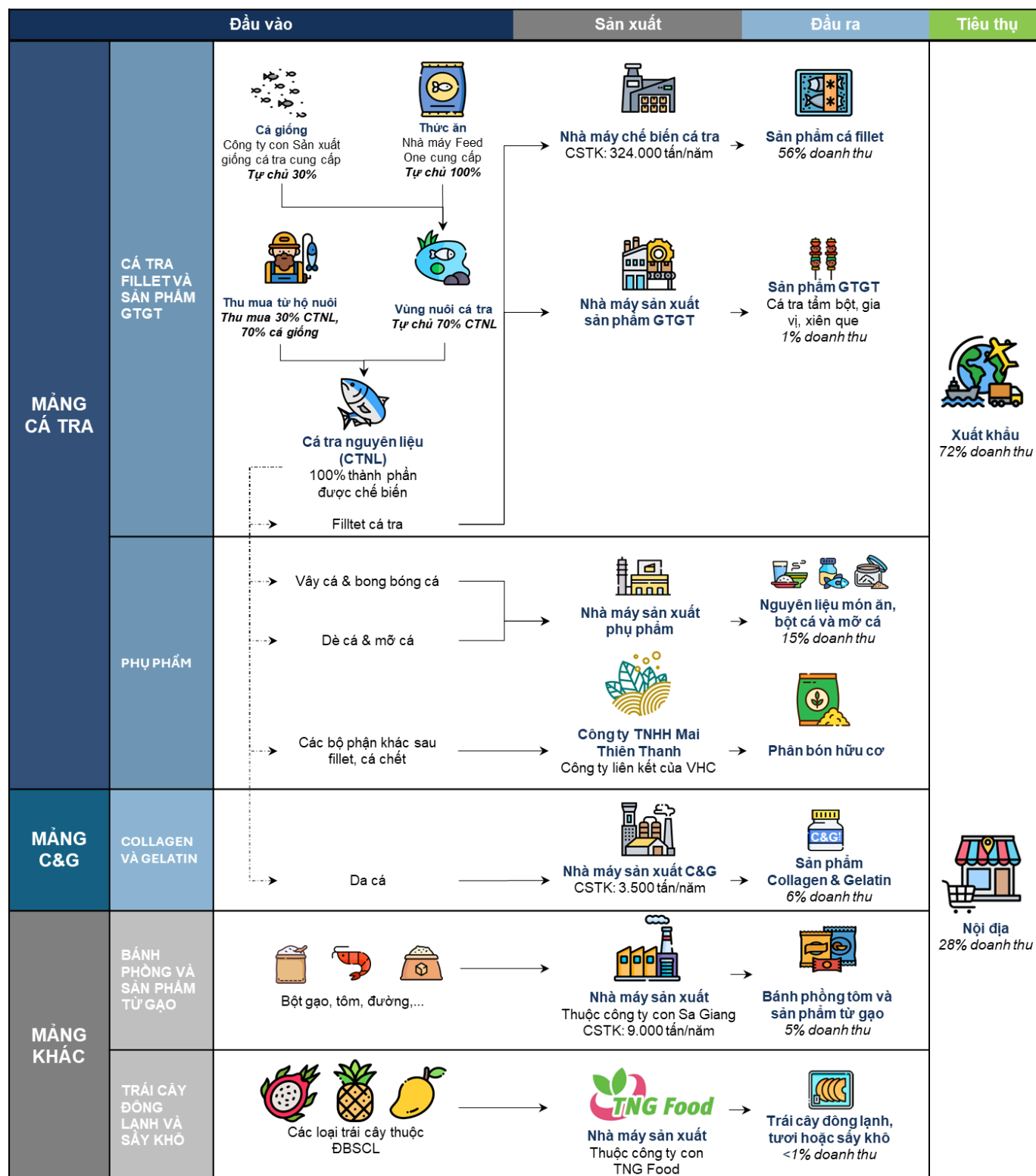
Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

Kim ngạch xuất khẩu cá tra sang châu Âu tăng trưởng với CAGR = +4,3%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024. Trong đó, tăng trưởng trên được thúc đẩy nhờ (1) Cá tra Việt Nam được hưởng thuế suất 0% theo Hiệp định EVFTA và Hiệp định UKFTA và (2) Cá tra Việt Nam tăng lợi thế cạnh tranh khi EU áp thuế 13,7% với sản phẩm từ Nga (cá minh thái Alaska) từ năm 2023 do ảnh hưởng chiến tranh Nga - Ukraine.

Trong Q1/2025, kim ngạch xuất khẩu cá tra sang thị trường châu Âu đạt ~70 triệu USD, giảm nhẹ -3,2% YoY do nhu cầu tiêu thụ còn hạn chế trong bối cảnh kinh tế ảm đạm.

C. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VHC

Hình: Chuỗi giá trị hoạt động của VHC



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

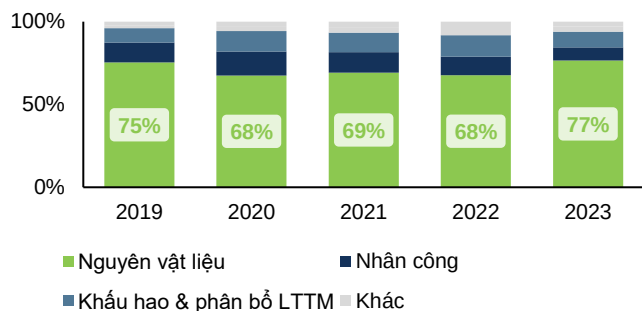
VHC sản xuất và kinh doanh đa dạng thành phẩm, phụ phẩm từ cá tra nhờ sở hữu chuỗi giá trị khép kín. Trong báo cáo này, chúng tôi tập trung phân tích 3 mảng hoạt động của VHC là (1) Mảng cá tra (72% doanh thu, gồm các sản phẩm cá tra fillet, GTGT và phụ phẩm); (2) Mảng collagen và gelatin (6% doanh thu) và (3) Mảng kinh doanh khác (6% doanh thu, bao gồm bánh phòng, sản phẩm từ gạo và trái cây đông lạnh, sấy khô).

I. MẢNG CÁ TRA

1. Đầu vào: Chi phí nguyên vật liệu giảm nhờ tự chủ trong nuôi trồng cá tra nguyên liệu

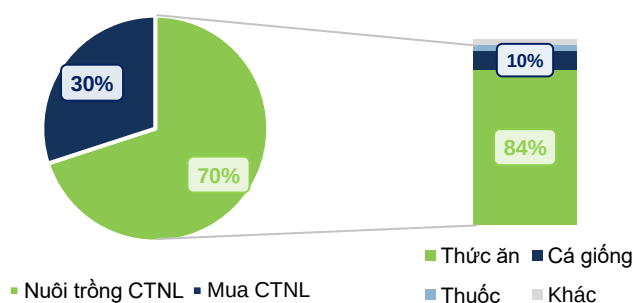
Nguyên vật liệu chiếm khoảng 75% cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố của VHC. Trong đó, chi phí nuôi trồng cá tra nguyên liệu chiếm 70% chi phí nguyên vật liệu, còn lại đến từ việc mua ngoài của các hộ nuôi. Xét chi phí nuôi trồng cá tra nguyên liệu, thức ăn và cá giống lần lượt chiếm 84% và 10% do đặc thù của mảng cá tra.

Biểu đồ: Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố VHC



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Biểu đồ: Cơ cấu chi phí nguyên vật liệu mảng cá tra của VHC

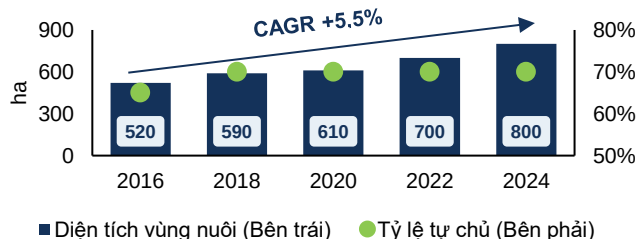


Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

Tỷ lệ tự chủ cá tra nguyên liệu của VHC đạt 70% năm 2024 giúp tiết giảm chi phí thông qua mở rộng vùng nuôi và tự chủ thức ăn. Tổng diện tích vùng nuôi tự chủ của VHC tập trung chủ yếu tại ĐBSCL tăng từ 520 ha năm 2016 lên 800 ha năm 2024 (CAGR = 5,5%/năm). Bên cạnh đó, các vùng nuôi của VHC 100% đạt giấy chứng nhận nuôi trồng thủy sản quốc tế ([Phụ lục](#)) để đáp ứng các tiêu chuẩn xuất khẩu tại Mỹ và châu Âu.

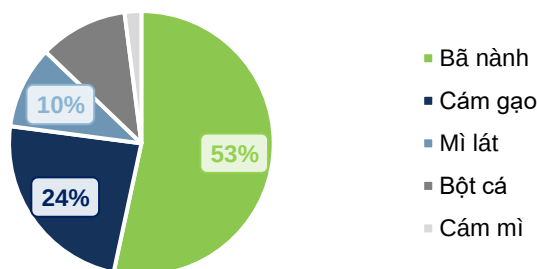
Xét các vùng nuôi tự chủ của VHC, chi phí nuôi trồng ước tính thấp hơn 7 - 10% so với các vùng nuôi thông thường nhờ (1) Tự chủ thức ăn nuôi cá và (2) Định mức tiêu hao thấp. **Với thức ăn tự chủ**, lượng thức ăn sản xuất từ nhà máy Feed One đảm bảo cung cấp 100% nhu cầu cho các vùng nuôi tự chủ và phần còn lại được bán cho các hộ nuôi để nhận phản hồi và cải thiện chất lượng. **Với định mức tiêu hao**, VHC có tỷ lệ FCR thức ăn Feed One ước tính đạt 1,44 (Tức cần 1,44 kg thức ăn cho ra 1 kg cá tra nguyên liệu) thấp hơn trung bình ngành đạt 1,6, theo FAO nhờ (i) tỷ lệ phối trộn tối ưu và (ii) tự chủ ~30% con giống thông qua Công ty TNHH Sản xuất giống cá tra Vĩnh Hoàn kể từ năm 2019. Trong khi đó, cơ cấu chi phí thức ăn của Feed One tương tự so với ngành, với bã nành và cám gạo lần lượt chiếm 53% và 24% tổng chi phí.

Biểu đồ: Diện tích vùng nuôi và tỷ lệ tự chủ của VHC



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Biểu đồ: Cơ cấu chi phí thức ăn cá tra của Feed One

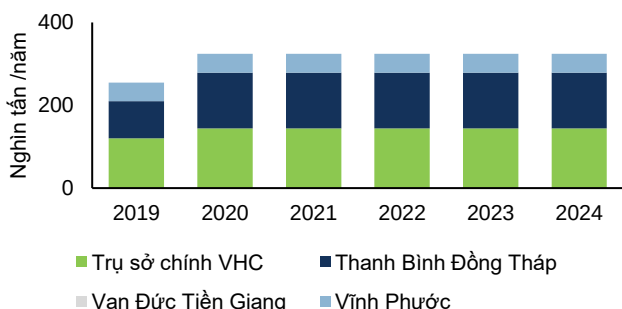


Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

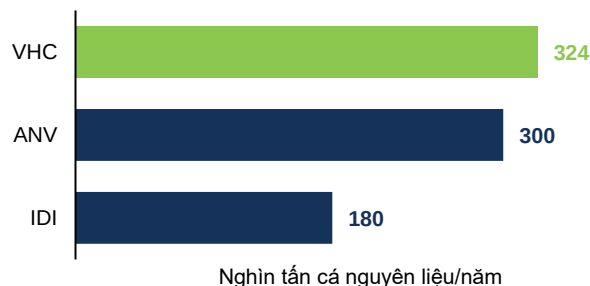
Trong dài hạn, tỷ lệ tự chủ cá tra nguyên liệu của VHC kỳ vọng duy trì trong khoảng 70 – 80% giúp VHC linh hoạt thu mua cá tra nguyên liệu trên thị trường khi giá xuống thấp. Bên cạnh đó, VHC duy trì mua ngoài một phần từ các hộ nuôi riêng lẻ giúp (1) Đảm bảo nguyên liệu từ các hộ nuôi đã hợp tác trong trường hợp thiếu hụt (Dịch bệnh tại vùng nuôi tự chủ, nhu cầu xuất khẩu tăng mạnh,...) và (2) Hạn chế tình trạng tự chủ cao gây dư thừa nguyên liệu.

2. Sản xuất: Quy mô sản xuất cá tra fillet lớn nhất cả nước cùng dây chuyền sản xuất đa dạng sản phẩm

VHC hiện đang sở hữu 6 nhà máy chế biến với tổng công suất thiết kế đạt 324.000 tấn nguyên liệu/năm. Chúng tôi ước tính công suất vận hành của các nhà máy hiện tại đạt 90%. Trong đó các nhà máy của VHC đều đạt được chứng nhận toàn cầu về tiêu chuẩn chế biến để xuất khẩu đến thị trường Mỹ và châu Âu.

Biểu đồ: Công suất thiết kế các nhà máy chế biến cá tra của VHC


Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

Biểu đồ: Công suất thiết kế chế biến cá tra fillet của các doanh nghiệp năm 2024


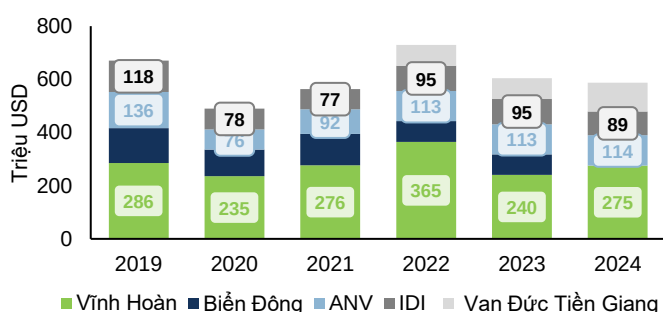
Nguồn: FPTIS tổng hợp

VHC dẫn đầu về quy mô chế biến cá tra fillet tại Việt Nam. Tính đến năm 2024, công suất thiết kế của VHC đạt 324.000 tấn cá nguyên liệu/năm cao hơn ANV và IDI lần lượt 1,1 và 1,8 lần. Ngoài ra, VHC hiện đang vận hành 6 nhà máy chế biến phụ phẩm và sản phẩm GTGT từ quá trình fillet cá tra giúp tận dụng tối đa phụ phẩm sau khi fillet cá tra nguyên liệu và gia tăng nguồn thu ([Phụ lục](#)).

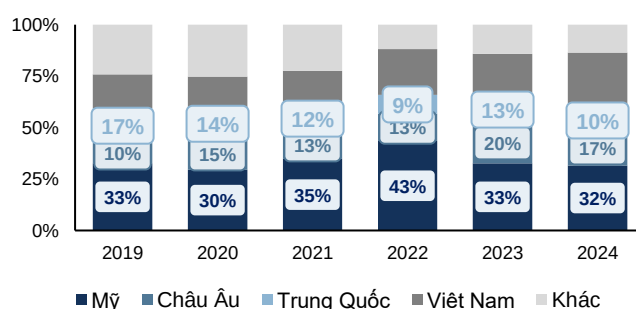
3. Đầu ra: Dẫn đầu thị phần tại thị trường Mỹ và châu Âu tuy nhiên đứng trước bối cảnh cạnh tranh gay gắt

Vĩnh Hoàn dẫn đầu kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam trong giai đoạn 2019 - 2024. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu của VHC đạt 275 triệu USD, chiếm 13,7% tổng kim ngạch xuất khẩu toàn ngành tính đến năm 2024 nhờ (1) Dẫn đầu thị phần tại các thị trường xuất khẩu giá trị cao và (2) Năng lực sản xuất lớn đáp ứng nhu cầu ở các thị trường.

Doanh thu mảng cá tra của VHC phần lớn đến từ các thị trường xuất khẩu là (1) Mỹ; (2) châu Âu và (3) Trung Quốc, chiếm lần lượt 34%, 15% và 13% tổng giá trị xuất khẩu của VHC trong giai đoạn 2019 – 2024. Tương tự diễn biến xuất khẩu của ngành hàng cá tra Việt Nam, doanh thu xuất khẩu VHC giảm mạnh trong năm 2020 do ảnh hưởng bởi đại dịch và phục hồi trong trong giai đoạn 2023 – 2024 khi bối cảnh kinh tế toàn cầu cải thiện tích cực.

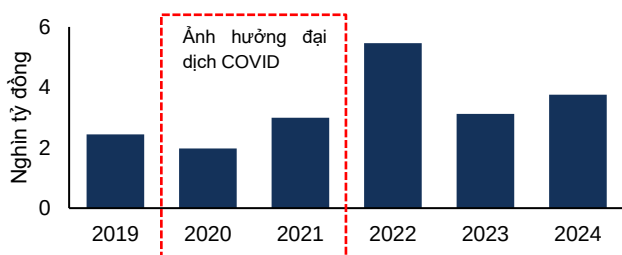
Biểu đồ: Kim ngạch xuất khẩu cá tra của một số các doanh nghiệp


Nguồn: VASEP, FPTIS tổng hợp và ước tính

Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu theo thị trường của VHC


Nguồn: VHC, FPTIS tổng hợp và ước tính

3.1. Thị trường Mỹ: Dẫn đầu thị phần xuất khẩu nhờ hưởng mức thuế suất ưu đãi

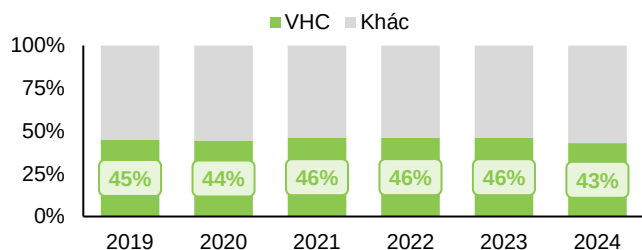
Biểu đồ: Doanh thu xuất khẩu cá tra của VHC tại Mỹ


Nguồn: VHC, FPTIS tổng hợp và ước tính

Doanh thu xuất khẩu cá tra tại thị trường Mỹ có diễn biến tương đồng với ngành trong giai đoạn 2019 – 2024. Trong đó, các sản phẩm cá tra tại Mỹ được tiêu thụ qua 2 kênh, gồm (1) Kênh phân phối truyền thống (~40% doanh thu) - các nhà phân phối như các công ty về dịch vụ thực phẩm Sysco và US Food Service; và (2) Kênh phân phối hiện đại (~60% doanh thu) - các chuỗi nhà hàng, quán ăn và siêu thị như Walmart, Target,...

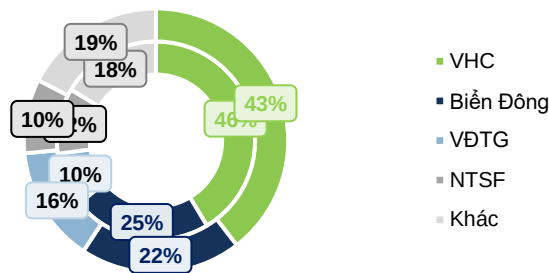
Thị phần xuất khẩu cá tra tại Mỹ của VHC chiếm ~45% và duy trì vị thế dẫn đầu trong giai đoạn 2019 - 2024 nhờ (1) VHC là đơn vị duy nhất hưởng mức thuế suất 0 USD/kg từ năm 2014 (POR5) và duy trì đến nay trong khi nhiều doanh nghiệp khác bị chịu thuế 2,39 USD/kg (~80% giá cá tra xuất khẩu) và (2) Sản phẩm chất lượng cao và đáp ứng các tiêu chuẩn toàn cầu như ASC, BAP,... ở toàn bộ khâu nuôi đến chế biến, giúp VHC xây dựng thương hiệu tại Mỹ.

Biểu đồ: Thị phần của VHC tại thị trường Mỹ



Nguồn: VHC, VASEP, FPTS tổng hợp và ước tính

Biểu đồ: Thị phần các doanh nghiệp tại thị trường Mỹ

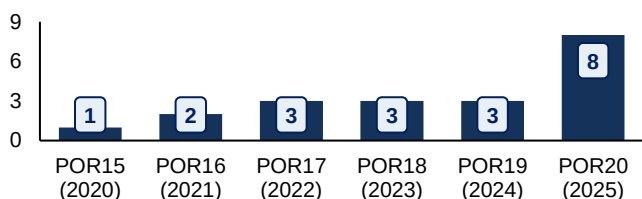


* Bên trong: Năm 2023; Bên ngoài: Năm 2024

Nguồn: GDVC, FPTS tổng hợp và ước tính

Chúng tôi đánh giá mức độ cạnh tranh chưa quá gay gắt khi số lượng doanh nghiệp mới được giảm thuế CBPG tăng do cần thời gian xây dựng thương hiệu. Với kết quả sơ bộ POR20, số lượng doanh nghiệp được hưởng thuế CBPG 0 USD/kg tăng từ 3 lên 8 doanh nghiệp. Theo đó, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp mới được hưởng thuế CBPG 0 USD/kg cần thời gian để gia nhập thị trường trước thương hiệu lớn như VHC và Biển Đông. Đơn cử như ANV từng xuất khẩu đến Mỹ trước khi hưởng mức thuế 0 USD/kg từ POR16. Tuy nhiên đến 06/2022, ANV mới có những lô hàng xuất khẩu đầu tiên sau khi xây dựng lại thương hiệu tại Mỹ và đến nay vẫn chưa gia tăng được thị phần đáng kể trước những doanh nghiệp đầu ngành như VHC và Biển Đông.

Biểu đồ: Số lượng doanh nghiệp miễn thuế CBPG qua các kỳ POR và năm hiệu lực



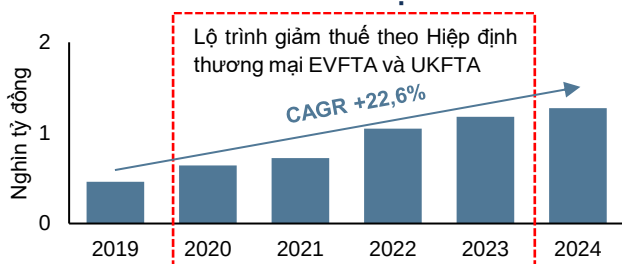
Nguồn: Federal Register, FPTS tổng hợp

Bên cạnh đó, VHC là doanh nghiệp duy nhất được miễn thuế CBPG khỏi các kỳ POR tiếp theo kể từ năm 2025. Ngày 17/01/2025, Bộ Công Thương đạt được thỏa thuận với cơ quan đại diện Thương mại Mỹ (USTR) sau vụ kiện DS536⁸ về lệnh áp thuế CBPG với cá tra Việt Nam. Trong đó, VHC được đưa khỏi phạm vi áp dụng thuế CBPG trong các kỳ POR tiếp theo. Chúng tôi đánh giá kết quả trên giúp VHC hạn chế rủi ro bị áp thuế trong bối cảnh chiến tranh thương mại leo thang.

3.2. Thị trường châu Âu: Tăng trưởng nhờ hưởng lợi từ hiệp định FTA và mở rộng thị trường mới

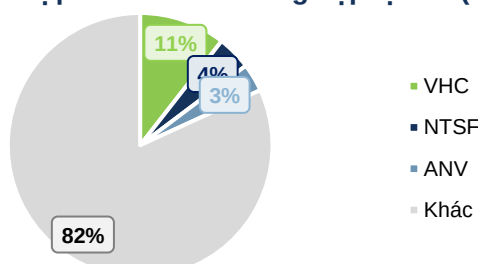
Doanh thu xuất khẩu sang châu Âu của VHC tăng trưởng với CAGR = 22,6% trong giai đoạn 2019 – 2024 nhờ (1) Cá tra Việt Nam gia tăng khả năng cạnh tranh với các loại cá thịt trắng khác nhờ Hiệp định EVFTA và UKFTA; (2) Mở rộng thành công tới các thị trường mới như Đức, Ý, Thụy Sĩ,... nhờ đáp ứng các tiêu chuẩn xuất khẩu khắt khe như ASC, GlobalGAP, BSCI,... từ khâu nuôi đến chế biến và năng lực chế biến lớn. Tính đến năm 2024, VHC hiện đang dẫn đầu thị phần xuất khẩu tại EU và UK (Chiếm ~25% kim ngạch xuất khẩu châu Âu) lần lượt đạt ~11% và ~85%.

Biểu đồ: Doanh thu cá tra VHC tại châu Âu



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

Biểu đồ: Thị phần các doanh nghiệp tại EU (2024)



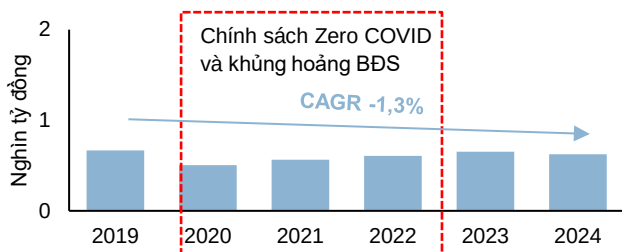
Nguồn: GDVC, FPTS tổng hợp và ước tính

⁸ Vụ kiện DS536 diễn ra vào năm 2018 khi Việt Nam khởi kiện Mỹ vi phạm các quy định của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) khi áp dụng thuế CBPG đối với các sản phẩm cá tra, cá basa Việt Nam xuất khẩu vào Mỹ ngày 08/01/2018 đến ngày 20/01/2025 đã có kết quả.

3.3. Thị trường Trung Quốc: Áp lực cạnh tranh lớn và khả năng mở rộng thị phần hạn chế

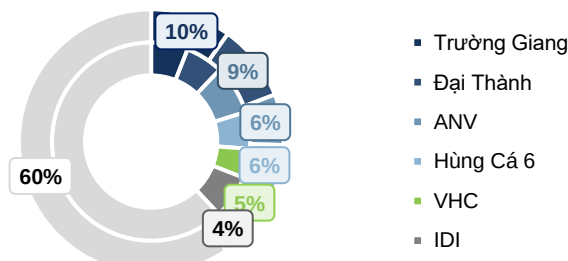
Giai đoạn 2019 – 2024, doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc của VHC tăng trưởng với CAGR = -1,3%/năm, thấp hơn so với thị trường Mỹ và EU do (1) Sản lượng xuất khẩu ước tính giảm với tốc độ -1,3%/năm trong bối cảnh kinh tế suy yếu ([Phụ lục](#)) và (2) Chi phí lưu kho tăng mạnh trong giai đoạn 2020 – 2022 áp dụng chính sách Zero COVID khiến VHC hạn chế xuất khẩu do không đạt được thỏa thuận với các bên phân phối.

Biểu đồ: Doanh thu xuất khẩu cá tra của VHC tại Trung Quốc



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

Biểu đồ: Thị phần các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra tại thị trường Trung Quốc năm 2023 và năm 2024



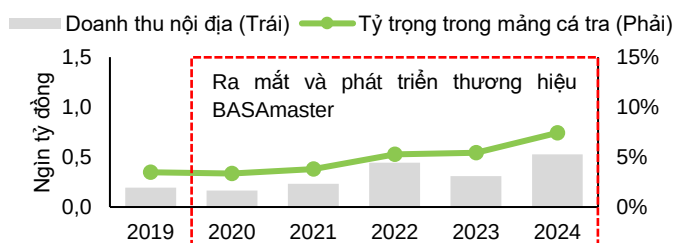
* Bên trong: Năm 2023 và bên ngoài: Năm 2024

Nguồn: GDVC, FPTS tổng hợp và ước tính

Tính đến năm 2024, thị phần của VHC tại Trung Quốc duy trì ở mức 5%. Chúng tôi đánh giá khả năng mở rộng thị phần tại Trung Quốc của VHC bị hạn chế bởi (1) Giá bán khó cạnh tranh với Trường Giang, Đại Thành,... (Cao hơn khoảng 10 - 15%) do VHC tập trung phát triển tại các thị trường với giá và tiêu chuẩn xuất khẩu cao như Mỹ và EU và (2) Không đảm bảo sản lượng bởi tiêu chuẩn cá tra xuất khẩu của VHC tập trung là 0,8 – 0,9 kg/con, trong khi Trung Quốc có xu hướng tiêu thụ cá quá lứa (>1,2 kg/con) để tự chế biến tại nhà theo khẩu vị.

3.4. Thị trường nội địa: Động lực tăng trưởng đến từ dòng sản phẩm mới

Biểu đồ: Doanh thu nội địa và tỷ trọng đóng góp trong mảng cá tra của VHC



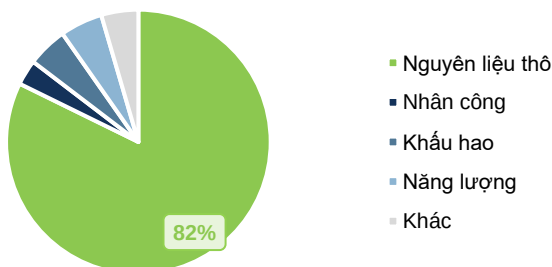
Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

Doanh thu cá tra tại thị trường nội địa tăng trưởng với CAGR = 33,5% trong giai đoạn 2020 – 2024 với dòng sản phẩm mới. Trong bối cảnh thị trường xuất khẩu cá tra trên thế giới có nhiều biến động, VHC đã ra mắt dòng các sản phẩm với thương hiệu BASAmaster được phân phối đến 17/19 chuỗi siêu thị toàn quốc (chiếm ~80% doanh thu) từ năm 2020. Theo đó tỷ trọng doanh thu nội địa ước tính trong mảng cá tra ghi nhận tăng 3 đpt, từ 3,4% (2020) lên 7,4% (2024).

II. MẢNG COLLAGEN VÀ GELATIN⁹

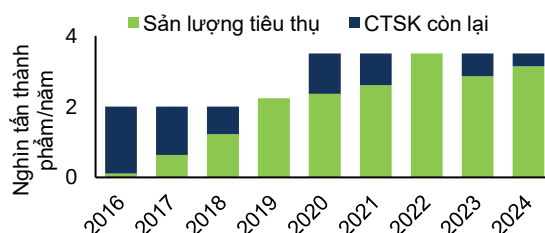
VHC tự chủ 100% da cá tra (Nguyên liệu thô để sản xuất C&G, chiếm ~82% chi phí sản xuất) nhờ sở hữu chuỗi giá trị khép kín giúp kiểm soát hoàn toàn quy trình sản xuất các sản phẩm C&G.

Biểu đồ: Cơ cấu chi phí sản xuất sản phẩm collagen



Nguồn: MLA, FPTS tổng hợp

Biểu đồ: Sản lượng tiêu thụ và công suất thiết kế (CSTK) còn lại nhà máy C&G của VHC



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

⁹ Collagen và Gelatin (C&G) là dòng sản phẩm cung cấp đạm được ứng dụng trong ngành thực phẩm, mỹ phẩm và dược phẩm.

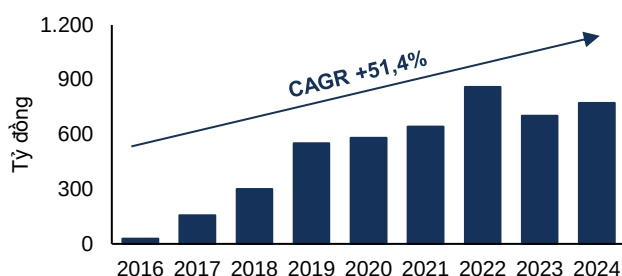
VHC sở hữu nhà máy sản xuất C&G chiết xuất từ cá tra lớn nhất Việt Nam và duy trì công suất vận hành cao. Trong đó, tổng công suất thiết kế nhà máy C&G của VHC đạt 3.500 tấn, chiếm ~75% tổng công suất tại Việt Nam.

Giai đoạn 2016 – 2019, sản lượng tiêu thụ sản phẩm C&G của VHC tăng trưởng với CAGR = 170%/năm và đạt tối đa công suất thiết kế vào năm 2019 nhờ nhu cầu chăm sóc sức khỏe gia tăng. *Giai đoạn 2020 – 2024*, sản lượng tiêu thụ trên công suất thiết kế nhà máy C&G duy trì ở mức cao (~83%) và đạt tối đa công suất thiết kế vào năm 2022.

Các sản phẩm C&G chiết xuất từ cá của VHC có lợi thế cạnh tranh so với nguồn khác nhờ (1) Giá bán cạnh tranh hơn so với các loại cá thịt trắng khác do được chiết xuất từ nguyên liệu giá rẻ và (2) Hàm lượng amino acid chiết xuất từ cá tra cao hơn các loại cá thịt trắng khác và gia súc lần lượt 25,6% và 2,9% ([Phụ lục](#)).

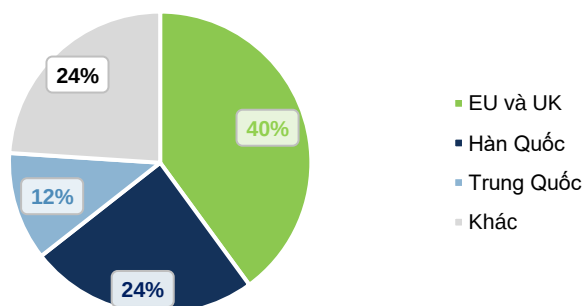
Doanh thu sản phẩm C&G của VHC tăng trưởng cao với CAGR = 51,4% trong giai đoạn 2016 – 2024 nhờ nhu cầu về chăm sóc sức khỏe gia tăng tại các thị trường xuất khẩu ([Phụ lục](#)). Doanh thu sản phẩm C&G của VHC chủ yếu đến từ châu Âu (EU & UK), Hàn Quốc và Trung Quốc lần lượt chiếm 40%, 24% và 12% nhờ (1) Tận dụng mạng lưới xuất khẩu cá tra để phân phối và truyền thông các sản phẩm C&G và (2) Đạt chứng nhận ASC đáp ứng tiêu chuẩn bền vững ở các thị trường xuất khẩu như EU và UK.

Biểu đồ: Doanh thu sản phẩm C&G của VHC



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu C&G theo thị trường của VHC năm 2022



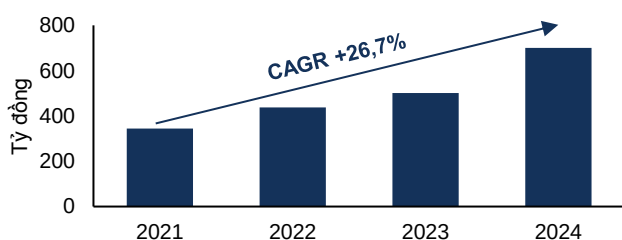
Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

III. MẢNG KINH DOANH KHÁC

1. Mảng bánh phồng và các sản phẩm từ gạo (Chiếm 5% doanh thu)

VHC tham gia vào mảng bánh phồng và các sản phẩm từ gạo thông qua việc mua lại 76,72% cổ phần CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang (SGC) trong năm 2021. SGC sở hữu 3 nhà máy với tổng công suất thiết kế đạt 9.000 tấn/năm với 2 dòng sản phẩm chính: (1) Bánh phồng tôm, cua,... (Chiếm 4% doanh thu); (2) Sản phẩm từ gạo như phở, bún gạo,... (Chiếm 1% doanh thu). Trong đó, khoảng 70% doanh thu đến từ thị trường châu Âu và Châu Mỹ.

Biểu đồ: Doanh thu bánh phồng và sản phẩm từ gạo



Nguồn: VHC, SGC, FPTS tổng hợp và ước tính

Doanh thu bánh phồng và các sản phẩm từ gạo của VHC tăng trưởng với CAGR = 26,7% giai đoạn 2021-2024. Kết quả tích cực trên đến từ (1) SGC tận dụng tệp khách hàng và kênh phân phối của VHC tại Mỹ và EU; (2) Đóng góp doanh thu từ dây chuyền các sản phẩm từ gạo (phở ăn liền, mealkit,...) kể từ năm 2024.

Chúng tôi ước tính mảng bánh phồng và sản phẩm từ gạo đóng góp trung bình lần lượt khoảng 5% doanh thu và 8% lợi nhuận gộp cho VHC hằng năm.

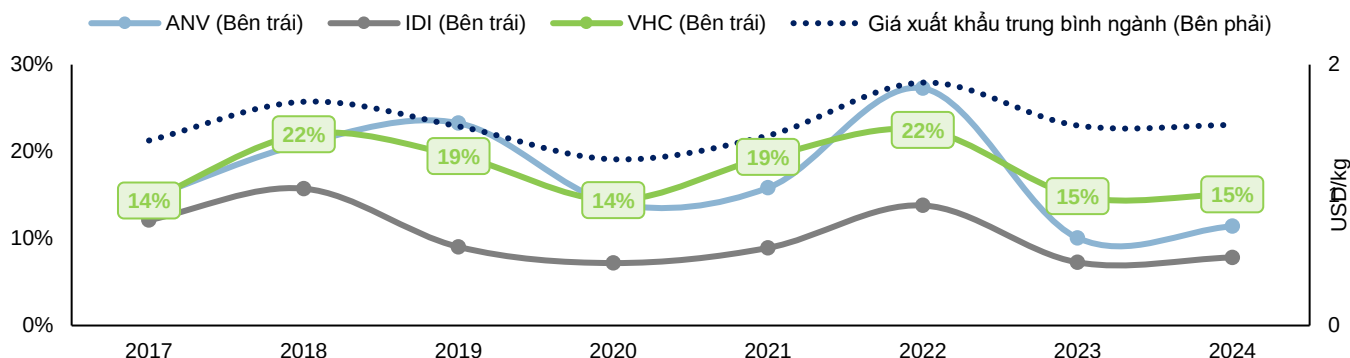
2. Mảng trái cây và rau củ xuất khẩu (Chiếm 1% doanh thu)

VHC tham gia chế biến và xuất khẩu rau củ, trái cây thông qua thành lập Công ty TNHH Nông sản Thực phẩm Thành Ngọc (TNG Food) từ năm 2021. Trong đó VHC sản xuất và kinh doanh các sản phẩm trái cây, rau đông lạnh và sấy. Năm 2023, TNG Food hoàn tất xây dựng Nhà máy chế biến Nông sản Thực phẩm Thành Ngọc với công suất thiết kế đạt 23.000 tấn/năm với các thị trường mục tiêu là Singapore, Nhật và Hàn Quốc. Mảng kinh doanh này hiện chiếm tỷ trọng tương đối thấp trong doanh thu (~1% doanh thu của VHC) và thông tin liên quan đến dự án còn hạn chế, do đó chúng tôi thận trọng không đưa ra dự phóng trong mô hình định giá.

D. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao nhờ tập trung xuất khẩu đến thị trường có giá xuất khẩu cao

Biểu đồ: Biên lợi nhuận gộp một số công ty sản xuất và chế biến cá tra



Nguồn: BCTC các công ty, Agromonitor, FPTs tổng hợp và ước tính

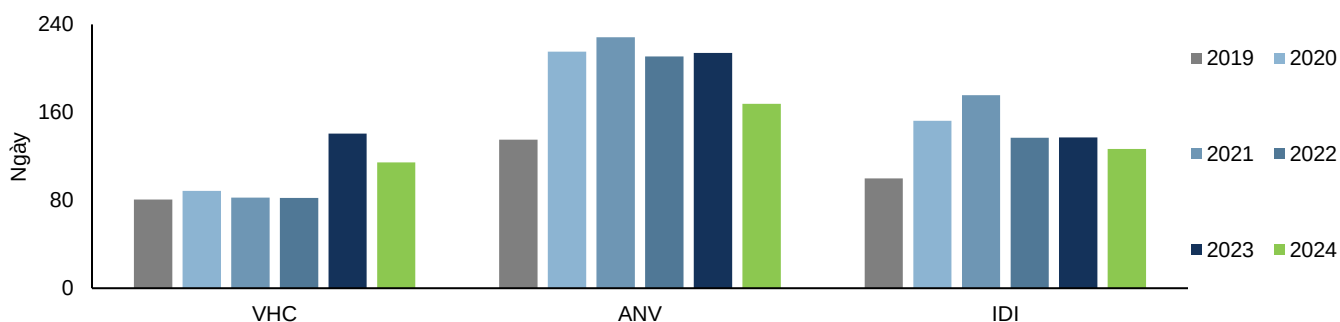
Biên lợi nhuận gộp của VHC và các công ty trong ngành diễn biến cùng chiều với giá xuất khẩu giai đoạn 2019 – 2024. Trong đó, VHC có biên lợi nhuận gộp trung bình đạt 17,6%, cao hơn so với các công ty trong ngành như ANV (17,0%) và IDI (9,1%) trong giai đoạn 2019 – 2024 nhờ (1) Dẫn đầu thị phần tại các thị trường có giá bán cao (Mỹ và EU) và (2) Duy trì tỷ lệ tự chủ nguyên liệu ở mức 70% giúp giảm rủi ro tập trung vào một nguồn cá tra nguyên liệu. Trong khi đó, ANV và IDI tập trung vào thị trường Trung Quốc với giá bán thấp và tỷ lệ tự chủ cao lần lượt đạt 100% và 90%.

2. Số ngày tồn kho thấp nhờ đa dạng thị trường xuất khẩu và duy trì tỷ lệ tự chủ phù hợp

Số ngày tồn kho của VHC duy trì ổn định ở mức thấp (98 ngày) trong giai đoạn 2019 – 2022, trước khi tăng mạnh trong giai đoạn 2023 – 2024 do (1) Hoạt động xuất khẩu sang thị trường chủ lực Mỹ giảm bởi nhu cầu tiêu thụ giảm và lượng hàng tồn kho cá da trơn ở mức cao trong bối cảnh kinh tế trì trệ và (2) Nhà máy sản xuất thức ăn Feed One và nhà máy sản xuất nông sản Thành Ngọc vào vận hành do đó làm giá tăng thành phẩm của VHC.

Nhìn chung, số ngày tồn kho của VHC thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành, với số ngày trung bình đạt 98 ngày trong giai đoạn 2019 – 2024, thấp hơn so với ANV (195 ngày) và IDI (138 ngày) cùng giai đoạn. Nguyên nhân do (1) Thị trường xuất khẩu đa dạng (Bao gồm Mỹ, EU, Trung Quốc,...) trong khi hoạt động xuất khẩu của ANV và IDI tập trung tại thị trường chủ lực Trung Quốc với mức độ cạnh tranh cao; (2) Tỷ lệ tự chủ nguyên liệu của VHC duy trì 70 – 80%, thấp hơn so với ANV (100%) và IDI (90%), giúp VHC điều chỉnh lượng mua ngoài dựa trên nhu cầu thực tế của thị trường và tránh tình trạng dư thừa tồn kho cá tra nguyên liệu ở các vùng nuôi.

Biểu đồ: Số ngày tồn kho bình quân một số công ty sản xuất và chế biến cá tra



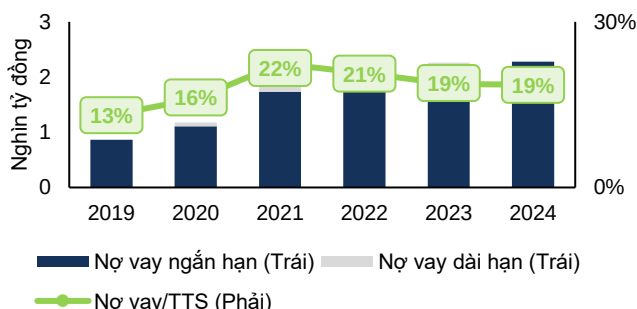
*Số ngày tồn kho của IDI được hiệu chỉnh¹⁰

Nguồn: BCTC các công ty, FPTs tổng hợp và ước tính

¹⁰ Số ngày tồn kho của IDI được chỉnh do IDI tự chủ CTNL thông qua hình thức nuôi liên kết. Do đó các khoảng chi phí tài trợ cho hộ nuôi bản chất là “Hàng tồn kho”, nên chúng tôi điều chỉnh hàng tồn kho bằng cách cộng thêm khoản “Trả trước cho người bán ngắn hạn”

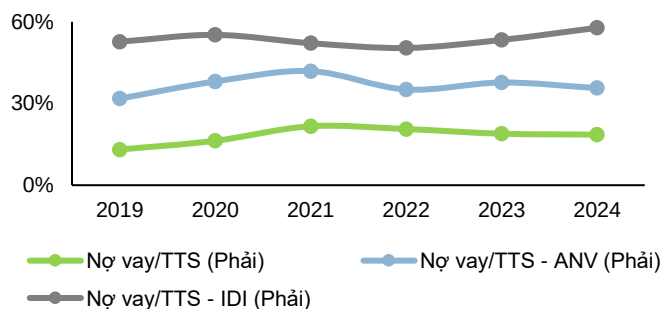
3. Cơ cấu tài chính lành mạnh với khả năng chi trả lãi vay cao

Biểu đồ: Nợ vay trên tổng tài sản VHC



Nguồn: BCTC các công ty, FPTS tổng hợp và ước tính

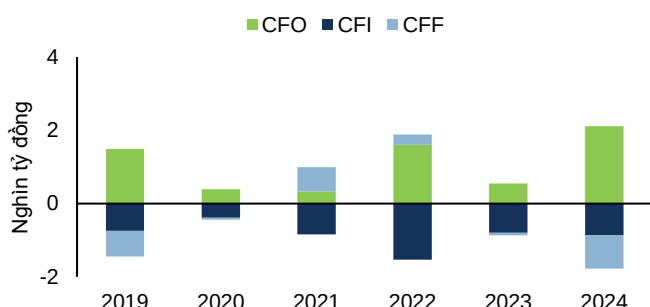
Biểu đồ: Nợ vay trên tổng tài sản các công ty sản xuất và chế biến cá tra



Nguồn: BCTC các công ty, FPTS tổng hợp và ước tính

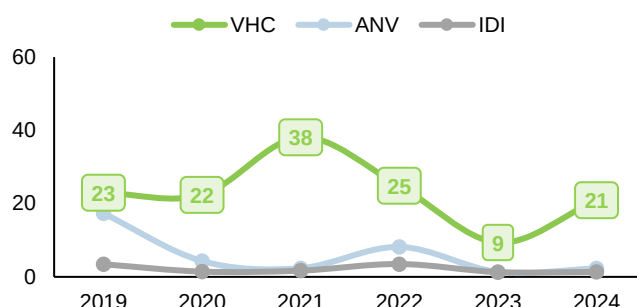
Cơ cấu nguồn vốn của VHC ít biến động với tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản trung bình đạt 20% trong giai đoạn 2017 – 2024. Trong đó, các khoản vay nợ chủ yếu là ngắn hạn dùng để phục vụ nhu cầu sử dụng vốn lưu động. VHC duy trì tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản thấp hơn các công ty cùng ngành nhờ (1) Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào và (2) Nhu cầu đầu tư tài sản cố định thấp.

Biểu đồ: Lưu chuyển tiền thuần của VHC



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Biểu đồ: Khả năng chi trả lãi vay của các công ty sản xuất và chế biến cá tra



*Khả năng chi trả lãi vay = Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/Chi phí lãi vay

Nguồn: BCTC các công ty, FPTS tổng hợp và ước tính

Khả năng chi trả lãi vay của VHC duy trì ở mức cao so với các công ty cùng ngành. Nhìn chung, giai đoạn 2021 – 2024, khả năng chi trả lãi vay của VHC ở mức rất cao ~ trên 20 lần, ngoại trừ năm 2023 giảm xuống mức 9 lần do hoạt động xuất khẩu giảm mạnh. So với các doanh nghiệp trong ngành, khả năng chi trả lãi vay của VHC năm 2024 đạt 21 lần, cao hơn đáng kể so với ANV và IDI lần lượt đạt 2,3 và 1,3 lần.

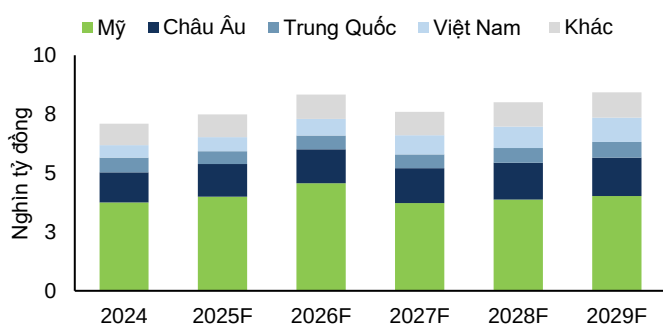
E. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của VHC trong giai đoạn 2025F – 2029F tăng trưởng với CAGR lần lượt đạt 4,1% và 6,2%, trong đó: **Với mảng cá tra**, doanh thu mảng kỳ vọng tăng trưởng với CAGR = +3,0%/năm trong giai đoạn dự phóng nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng +5,5%/năm khi cá tra Việt Nam duy trì lợi thế cạnh tranh về giá so với cá thịt trắng khác tại thị trường Mỹ và châu Âu. **Với mảng collagen và gelatin**, doanh thu kỳ vọng tăng trưởng với CAGR = +23,1%/năm trong giai đoạn dự phóng nhờ (1) Nhu cầu chăm sóc sức khỏe tăng và (2) Đóng góp doanh thu từ dây chuyền mở rộng.

I. TRIỂN VỌNG MẢNG CÁ TRA: TĂNG TRƯỞNG TRONG DÀI HẠN NHỜ NHU CẦU PHỤC HỒI (Quay lại)

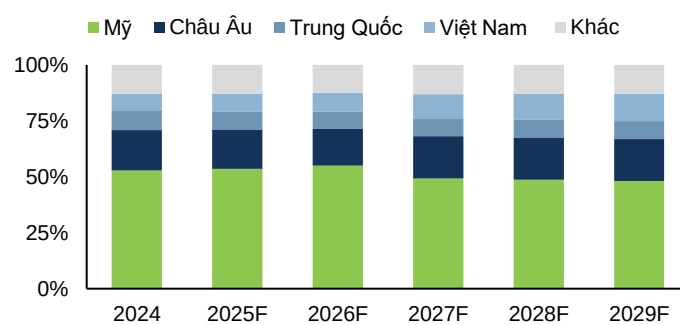
Doanh thu mảng cá tra năm 2025 dự kiến đạt 9.446 tỷ đồng (+5,6% YoY) nhờ giá xuất khẩu tăng mạnh +13,8% YoY do thiếu hụt nguồn cung cá tra nguyên liệu. *Trong giai đoạn 2025F – 2029F*, doanh thu mảng cá tra dự kiến tăng trưởng với CAGR = +3,0%/năm, trong đó doanh thu dự kiến đạt đỉnh năm 2026 với 10.500 tỷ đồng (+11,2% YoY) trước khi giảm -8,9% YoY do giá xuất khẩu giảm khi dư thừa nguồn cung và đi ngang trong giai đoạn 2027F – 2029F thông qua Đề án sản xuất giống cá tra 3 cấp tại ĐBSCL. **Với thị trường xuất khẩu**, doanh thu tại các thị trường chủ lực (Mỹ và châu Âu) ước tính tăng trưởng với CAGR = +1,3%/năm và đóng góp ~70% doanh thu mảng cá tra cùng giai đoạn. **Với thị trường nội địa**, doanh thu dự kiến tăng trưởng với CAGR = +14,4%/năm và tỷ trọng đóng góp doanh thu mảng cá tra tăng từ 7% lên 12% trong giai đoạn dự phóng.

Biểu đồ: Dự phóng doanh thu mảng cá tra của VHC



Nguồn: FPTPS dự phóng

Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu mảng cá tra VHC



Nguồn: FPTPS dự phóng

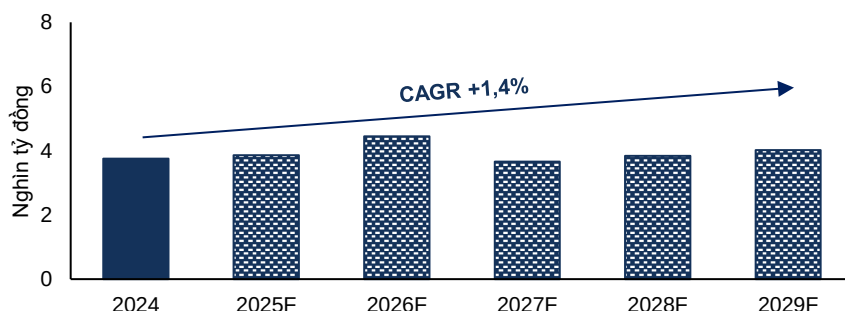
1. Doanh thu mảng cá tra dự kiến tăng trưởng nhờ nhu cầu tiêu thụ phục hồi ở các thị trường chủ lực

1.1. Thị trường xuất khẩu: Nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ và châu Âu gia tăng dẫn dắt tăng trưởng trong dài hạn

1.1.1. Thị trường Mỹ: Tăng trưởng ngắn hạn chững lại trước khi thích nghi với thuế đối ứng

Doanh thu xuất khẩu tại thị trường Mỹ năm 2025 dự kiến tăng 6,5% YoY và tăng trưởng với CAGR = 1,4% trong giai đoạn 2024 – 2029F chủ yếu nhờ (1) Giá xuất khẩu tăng mạnh trong ngắn hạn bởi tình trạng thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu và (2) Cá tra Việt Nam gia tăng khả năng cạnh tranh so với các loài cá thịt trắng khác trong dài hạn. Trong đó, doanh thu tại thị trường Mỹ dự kiến tăng mạnh trong giai đoạn 2025F – 2026F do giá xuất khẩu dự kiến tăng cao khi thiếu hụt nguồn cung, sau đó giảm -21,6% YoY trước khi đi ngang từ năm 2027 [\(Chi tiết\)](#).

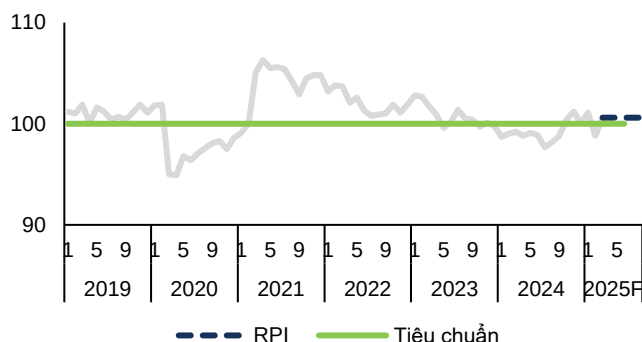
Biểu đồ: Dự phóng doanh thu mảng cá tra sang thị trường Mỹ của VHC



Nguồn: FPTPS dự phóng

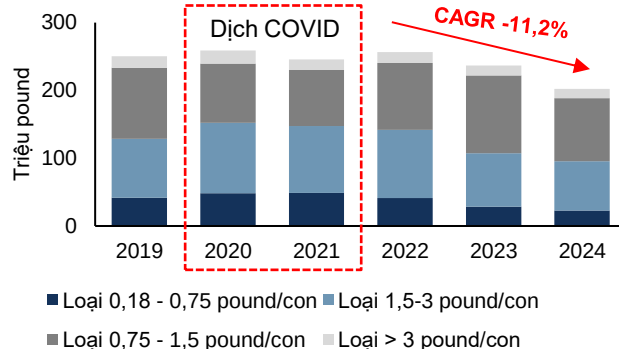
Nhu cầu tiêu thụ thực phẩm trong ngắn hạn kỳ vọng chững lại do những yếu tố bất định trong kinh tế. Chỉ số sức khỏe ngành nhà hàng (RPI) ¹¹ phục hồi kể từ 06/2024 và có sự sụt giảm nhẹ tính đến tháng 02/2025 do lo ngại các yếu tố bất định trong kinh tế trong năm tới. Tuy nhiên, chỉ số RPI giai đoạn tới vẫn được kỳ vọng tích cực đạt 100,6 điểm trong 08/2025 nhờ nhu cầu tiêu thụ duy trì. Bên cạnh đó, nhu cầu tích trữ tồn kho cá da trơn¹² tại thị trường Mỹ kỳ vọng gia tăng trong giai đoạn tới để đáp ứng tiêu thụ bởi lượng tồn kho giảm xuống mức thấp nhất sau đại dịch.

Chỉ số sức khỏe ngành nhà hàng Mỹ



Nguồn: NRA, FPTs tổng hợp

Tồn kho cá da trơn nguyên liệu tại Mỹ



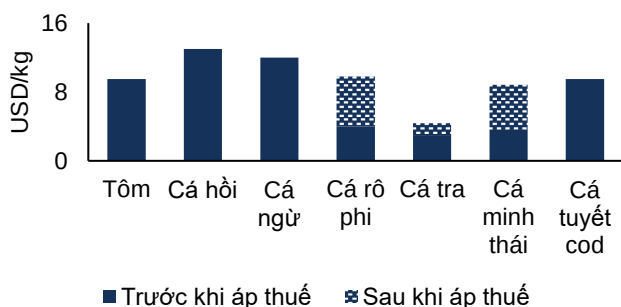
Nguồn: NASS, FPTs tổng hợp và ước tính

Nhu cầu tiêu thụ dài hạn được thúc đẩy nhờ cá tra Việt Nam duy trì khả năng cạnh tranh với các loại cá thịt trắng khác sau khi bị áp thuế đối ứng do cá rô phi Trung Quốc¹³ chịu mức thuế xuất khẩu cao và cá minh thái Nga chế biến gián tiếp qua Trung Quốc bị cấm nhập khẩu vào Mỹ.

Với cá rô phi Trung Quốc: Cá rô phi nhập khẩu từ Trung Quốc vào Mỹ phải chịu thuế suất lên tới 145% từ ngày 10/04/2025, bao gồm 20% theo đạo luật IEEPA¹⁴, 34% từ thuế đối ứng và 91% từ thuế bổ sung. Kể cả trong trường hợp cá tra Việt Nam bị áp mức thuế suất tối đa 46% sau khi hoãn thuế 90 ngày, mặt hàng này vẫn duy trì được lợi thế giá rẻ so với cá rô phi Trung Quốc nói riêng và các loại thủy sản khác nói chung tại thị trường Mỹ.

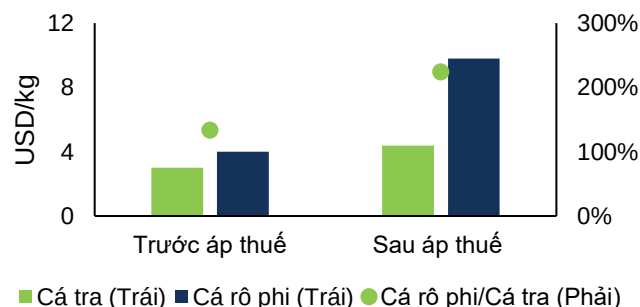
Với cá minh thái Nga xuất khẩu gián tiếp qua Trung Quốc: Nguồn cung cá minh thái tại Mỹ dự kiến suy giảm do Mỹ đã ban hành Sắc lệnh 14068 mở rộng năm 2024 nhằm trừng phạt Nga liên quan đến cuộc xung đột với Ukraine. Qua đó, Mỹ cấm nhập khẩu thủy sản từ Nga hoặc được chế biến, xuất khẩu từ bên thứ 3 như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

Giá thủy sản tại thị trường Mỹ trước và sau khi chịu thuế đối ứng tối đa



Các mặt hàng trên chiếm 80% lượng thủy sản tiêu thụ tại Mỹ
Nguồn: NFI, ITC, USTR, FPTs Research

Giá cá tra Việt Nam và cá rô phi Trung Quốc tại Mỹ trước và sau khi chịu thuế đối ứng tối đa



Giá cá tra sau áp thuế được giả định với mức thuế suất 46%
Nguồn: ITC, USTR, FPTs Research

¹¹ Đo lường dựa trên khảo sát các nhà hàng toàn quốc với chỉ tiêu: doanh thu/cửa hàng, lưu lượng khách, lao động và chi tiêu vốn.

¹² Bao gồm cá tra, cá trê, cá ba sa.

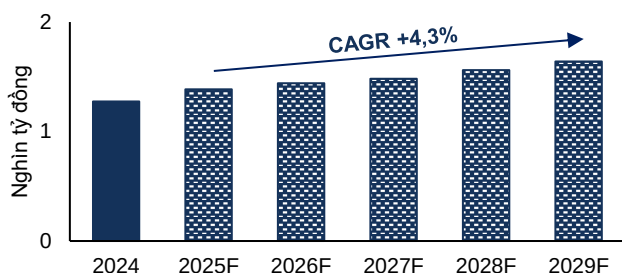
¹³ Xét cùng phân khúc giá cá thịt trắng tại Mỹ, cá tra Việt Nam (~30% nguồn cung) cạnh tranh với cá rô phi Trung Quốc (~50% nguồn cung).

¹⁴ Đạo luật Quyền hạn Kinh tế Khẩn cấp Quốc tế (IEEPA) cho phép tổng thống điều chỉnh thương mại quốc tế sau khi tuyên bố tình trạng khẩn cấp để ứng phó với đe dọa từ bên ngoài Mỹ.

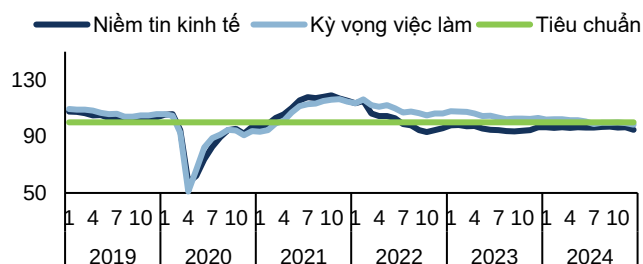
1.1.2. Thị trường châu Âu: Triển vọng dài hạn tích cực nhờ thay đổi xu hướng tiêu dùng và hưởng lợi về thuế

Doanh thu thị trường châu Âu của VHC năm 2025 kỳ vọng tăng +8,7% YoY và tăng trưởng với CAGR = 4,3% giai đoạn 2025F – 2029F nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ thủy sản giá rẻ và (2) Lợi thế về thuế suất so với cá thịt trắng khác. **Với nhu cầu thủy sản giá rẻ**, người tiêu dùng có xu hướng ưa chuộng các loại thủy sản giá thấp trong bối cảnh kinh tế kém khả quan, thể hiện qua chỉ số kỳ vọng về kinh tế và việc làm ở mức thấp, *theo UCN*. **Với lợi thế về thuế suất**, cá tra Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh nhờ được hưởng thuế suất 0% thông qua Hiệp định EVFTA và UKVFTA trong khi cá minh thái Nga (chiếm ~35% nguồn cung) đang bị áp thuế suất 13,7% sau xung đột với Ukraine.

Biểu đồ: Dự phóng doanh thu mảng cá tra sang thị trường châu Âu của VHC **Biểu đồ: Chỉ số kỳ vọng về kinh tế và việc làm tại EU**



Nguồn: FPTPS dự phóng

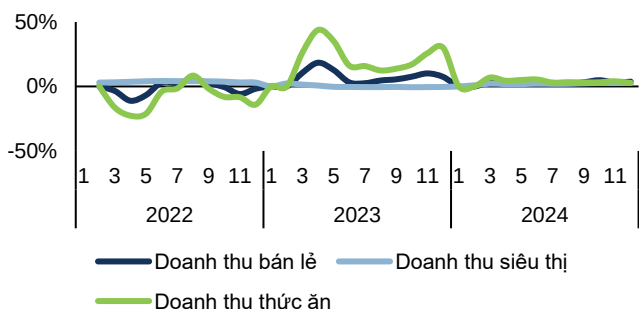


Nguồn: EC, FPTPS tổng hợp

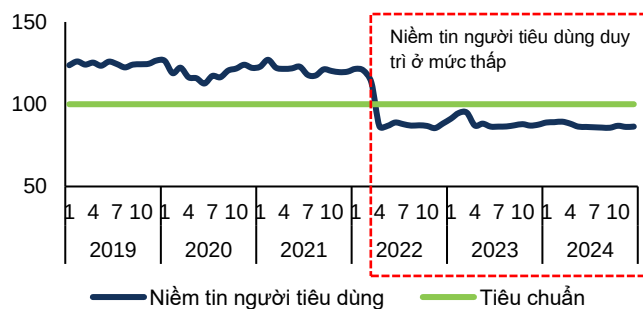
1.1.3. Thị trường Trung Quốc: Triển vọng tích cực trong dài hạn nhờ nhu cầu tăng trong bối cảnh nguồn cung hạn chế và các chính sách kích thích tiêu dùng

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu tại Trung Quốc của VHC giảm -13,2% YoY năm 2025 với nhu cầu tiêu thụ ước tính giảm mạnh -22,3% YoY bởi (1) Tăng trưởng doanh thu bán lẻ, siêu thị và thức ăn duy trì ở mức thấp mặc dù chính phủ đã có những biện pháp kích thích kinh tế trong năm 2024 và (2) Người tiêu dùng cẩn trọng trong chi tiêu khi đánh giá tình hình kinh tế kém khả quan, thể hiện qua chỉ số niềm tin ở mức thấp trong giai đoạn 2022 – 2024.

Biểu đồ: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ, siêu thị và thức ăn svck tại Trung Quốc **Biểu đồ: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng tại Trung Quốc**



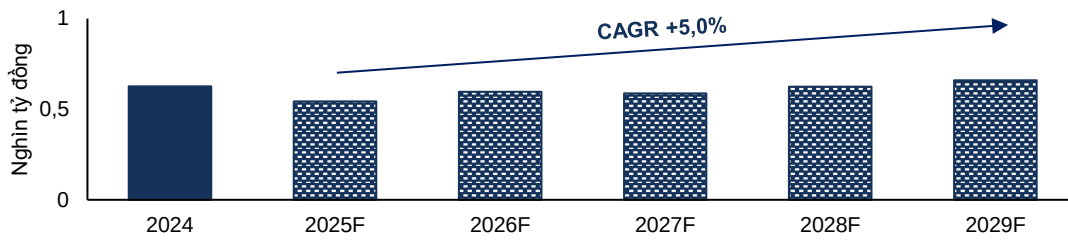
Nguồn: NBS, FPTPS tổng hợp và ước tính



Nguồn: OEC, FPTPS tổng hợp

Trong giai đoạn 2025F – 2029F, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng cá tra xuất khẩu sang Trung Quốc tăng trưởng với CAGR = 5,0% từ mức nền thấp năm 2025 được thúc đẩy bởi (1) Tiêu dùng nội địa kỳ vọng phục hồi khi Trung Quốc có những chính sách kích thích kinh tế năm 2024¹⁵ với quy mô lớn được áp dụng trong giai đoạn dự phóng; (2) Nguồn cung tại Trung Quốc ở mức thấp do hạn chế đánh bắt và nuôi trồng thủy sản¹⁶ nhằm bảo vệ môi trường từ năm 2022; (3) Cá tra Việt Nam gia tăng cạnh tranh khi Trung Quốc tăng thuế nhập khẩu với một số loại thủy sản từ năm 2025, trong đó cá minh thái Alaska, cá bơn, cá tuyết, v.v. tăng +5%.

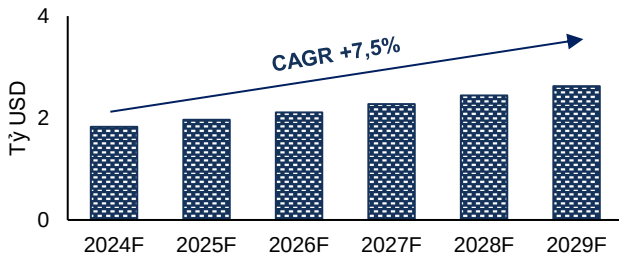
¹⁵ (1) Cắt giảm 0,5% tỷ lệ dự trữ bắt buộc; (2) Hạ lãi suất cơ sở còn 3,1% và (3) Gói hỗ trợ kinh tế 5 năm 1,4 nghìn tỷ USD (7,7% GDP).
¹⁶ Theo "Kế hoạch phát triển thủy sản lần thứ 14", lộ trình 5 năm được ban hành năm 2022. Trong đó (1) Cấm bắt cá ở sông Dương Tử kéo dài 10 năm; (2) Giữ nguyên TAC so với giai đoạn 2016 – 2020. Giảm đội tàu đánh bắt cỡ lớn và vừa ở vùng ven biển.

Biểu đồ: Dự phóng doanh thu mảng cá tra sang thị trường Trung Quốc của VHC


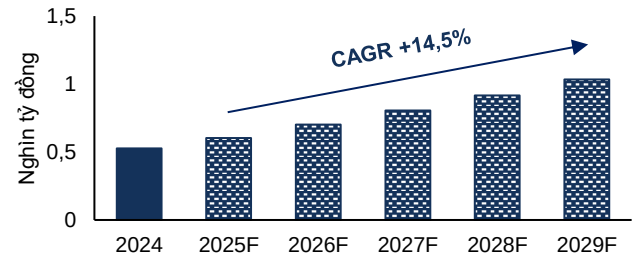
Nguồn: FPTPS dự phóng

1.2. Thị trường nội địa: Triển vọng tích cực nhờ nhu cầu tiêu thụ thực phẩm đông lạnh gia tăng [\(Quay lại\)](#)

Doanh thu thị trường nội địa năm 2025 kỳ vọng tăng 14,5% YoY và tăng trưởng với CAGR = +14,5%/năm giai đoạn 2025F – 2029F nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ sản phẩm đông lạnh gia tăng bởi sự tiện lợi và (2) VHC mở rộng phân phối sản phẩm với thương hiệu BASAmaster. Trong đó, ngành hàng thực phẩm đông lạnh Việt Nam dự kiến tăng trưởng với CAGR = 7,5%/năm trong giai đoạn dự phóng nhờ nhu cầu tiêu thụ thực phẩm đông lạnh chế biến sẵn (Ready-to-eat), sơ chế nhanh (Ready-to-cook) và mua sắm trực tuyến tăng lên do ưa chuộng sự tiện lợi. Cùng với đó, VHC đẩy mạnh phân phối sản phẩm với thương hiệu BASAmaster đến các đại lý do còn nhiều dư địa khai thác.

Biểu đồ: Quy mô thị trường thực phẩm đông lạnh tại Việt Nam
Biểu đồ: Dự phóng doanh thu mảng cá tra thị trường nội địa của VHC


Nguồn: GMI, FPTPS tổng hợp

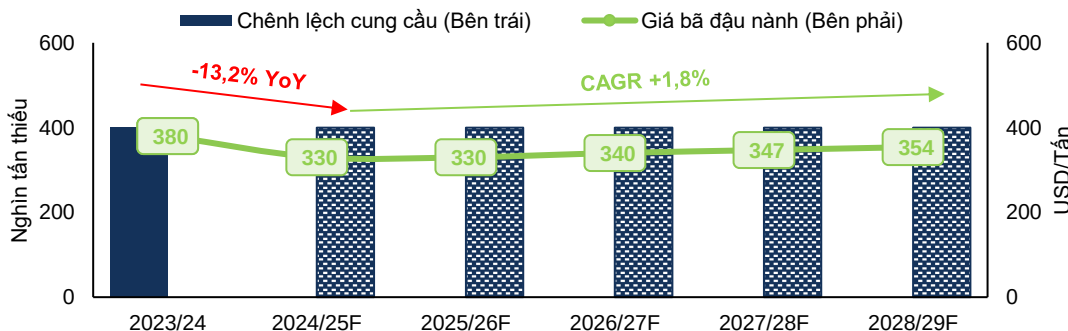


Nguồn: FPTPS dự phóng

2. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện tích cực nhờ giá thức ăn nuôi cá hạ nhiệt và giá xuất khẩu tăng cao

2.1. Giá nguyên liệu thức ăn dự kiến giảm nhờ giá bã đậu nành và cám gạo hạ nhiệt

Giá thức ăn chăn nuôi dự kiến giảm -13,2% trong năm 2025 và tăng nhẹ với CAGR = 1,8%/năm trong giai đoạn 2025F - 2029F nhờ nguồn cung dồi dào từ bã đậu nành và cám gạo. Với **bã đậu nành**, giá bán kỳ vọng giảm -13,2% YoY do sản lượng thu hoạch gia tăng trong năm 2025. Ước tính nguồn cung bã đậu nành dự kiến tăng 2% YoY trong niên vụ 2024/25 nhờ vào thời tiết thuận lợi và các yếu tố địa chính trị hạ nhiệt. Theo đó, giá bã đậu nành năm 2025 dự kiến đạt 330 USD/tấn (-13,2% YoY) giúp VHC giảm chi phí thức ăn nuôi cá. Giai đoạn 2025F – 2029F, giá bã đậu nành dự kiến tăng trưởng với CAGR = +1,8% bởi (1) Nhu cầu nuôi trồng gia tăng ở các nước Đông Nam Á để đáp ứng lương thực và (2) Nguồn cung dư thừa tại Nam Mỹ dự kiến giảm khi nhu cầu chăn nuôi nội địa tăng.

Biểu đồ: Giá nhập khẩu bã đậu nành và chênh lệch cung cầu bã đậu nành


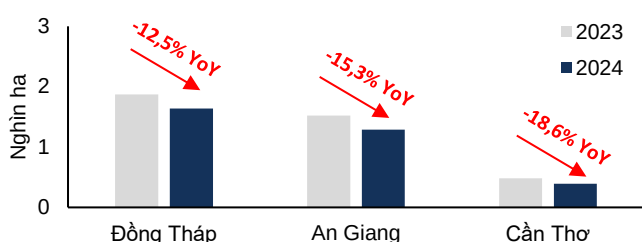
Nguồn: USDA, FPTPS tổng hợp và ước tính

Giá cám gạo dự kiến giảm với CAGR = -1,4%/năm trong giai đoạn 2024 – 2029F do (1) Sản lượng lúa gạo Việt Nam dự kiến tăng trưởng trở lại sau khi thời tiết kỳ vọng thuận lợi cho nuôi trồng; (2) Nguồn cung lúa gạo gia tăng từ Ấn Độ¹⁷ sau khi đình chỉ lệnh cấm xuất khẩu gạo và (3) Nhu cầu nhập khẩu gạo toàn cầu dự báo chậm lại khi các quốc gia nhập khẩu lớn như Indonesia, Philippines trong bối cảnh dư thừa nguồn cung toàn cầu.

2.2. Biên lợi nhuận kỳ vọng tăng trong ngắn hạn nhờ giá xuất khẩu tăng do nguồn cung khan hiếm, trước khi đi ngang trong dài hạn nhờ đề án liên kết sản xuất giống chất lượng cao (Quay lại)

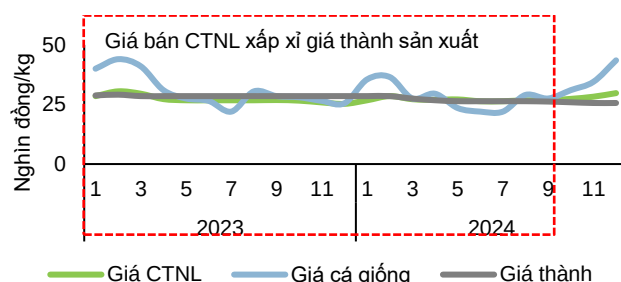
Giá cá tra toàn ngành kỳ vọng tăng mạnh do thiếu hụt nguồn cung và nhu cầu tăng trong giai đoạn 2025F – 2026F. Tính đến tháng 12/2024, diện tích thả nuôi ở các tỉnh Đồng Tháp, An Giang, Cần Thơ (Chiếm hơn 80% sản lượng cá tra toàn quốc) ghi nhận giảm lần lượt -12,5%, -15,3% và -18,6% YoY bởi (1) Các hộ nuôi duy trì tỷ lệ thả nuôi thấp trong giai đoạn 01/2023 – 09/2024 do chênh lệch giữa giá cá tra nguyên liệu và giá thành sản xuất thấp và tỷ lệ hao hụt giống cao và (2) Nhu cầu thu mua cá giống tăng cao trong bối cảnh lo ngại thiếu hụt cá tra nguyên liệu.

Biểu đồ: Tỷ lệ thả nuôi trong giai đoạn 2023 - 2024



Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

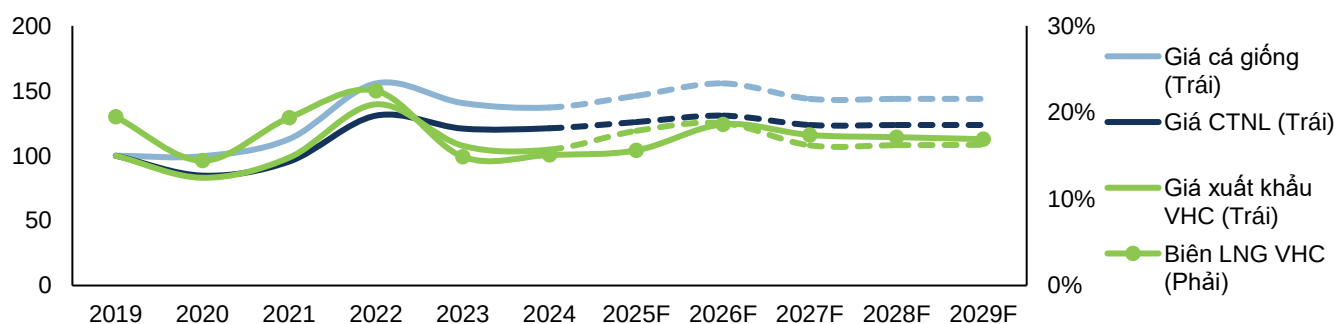
Biểu đồ: Giá cá giống, giá thành và giá bán cá tra nguyên liệu (CTNL)



Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

Chúng tôi kỳ vọng giá cá tra toàn ngành năm 2027 giảm -6,7% YoY do dư thừa nguồn cung và đi ngang sau đó nhờ đề án sản xuất giống chất lượng cao (Phụ lục). Trong giai đoạn 2025F – 2026F, giá cá tra tăng cao sẽ thúc đẩy các hộ nuôi mở rộng nuôi trồng gây ra tình trạng dư thừa nguồn cung khiến giá cá tra hạ nhiệt trong năm 2027. Kể từ năm 2027, giá cá tra toàn ngành dự kiến đi ngang nhờ Đề án liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp chất lượng cao dần hoàn thiện giúp (1) Giảm tỷ lệ hao hụt nhờ nguồn cung cá giống chất lượng cao được bổ sung thông qua Đề án; (2) Giảm tình trạng thiếu hụt hay dư thừa nguồn cung nhờ gia tăng liên kết giữa doanh nghiệp và hộ nuôi thông qua nuôi gia công và hợp tác xã.

Biểu đồ: Diễn biến giá cá tra toàn ngành và giá xuất khẩu VHC giai đoạn 2025F – 2029F



Nguồn: FPTS dự phóng

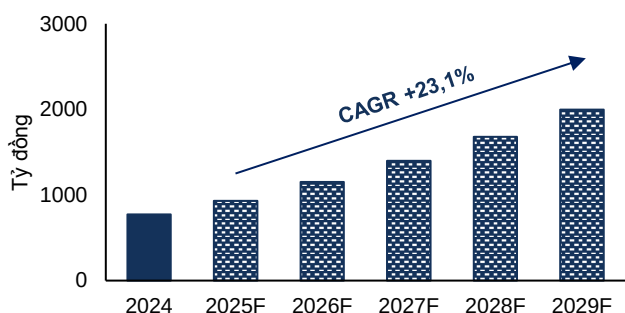
Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng cá tra của VHC lần lượt đạt 15,6% năm 2025 (+0,5 đpt YoY) và 18,6% năm 2026 (+3,0 đpt YoY) nhờ (1) Giá xuất khẩu tăng với CAGR = 9,3%/năm trong giai đoạn 2024 – 2026F do thiếu hụt nguồn cung cá tra nguyên liệu và (2) Giá nguyên liệu thức ăn giảm nhờ sản lượng thu hoạch dồi dào. Năm 2027, biên lợi nhuận gộp mảng cá tra của VHC dự kiến đạt 17,4% YoY (-1,2 đpt YoY) do giá xuất khẩu dự báo giảm khi dư thừa nguồn cung, trước khi ổn định và đi ngang trong giai đoạn 2027F – 2029F nhờ nguồn cung ổn định từ Đề án liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp chất lượng cao tại Đồng bằng sông Cửu Long.

¹⁷ Ấn Độ là nước xuất khẩu gạo lớn nhất trên thế giới. Giai đoạn 09/2022 – 09/2024, Ấn Độ cấm xuất khẩu gạo để đảm bảo lương thực

II. TRIỂN VỌNG MẢNG COLLAGEN VÀ GELATIN: TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC NHỜ NHU CẦU CHĂM SÓC SỨC KHỎE VÀ ĐÓNG GÓP CỦA NHÀ MÁY MỚI [\(Quay lại\)](#)

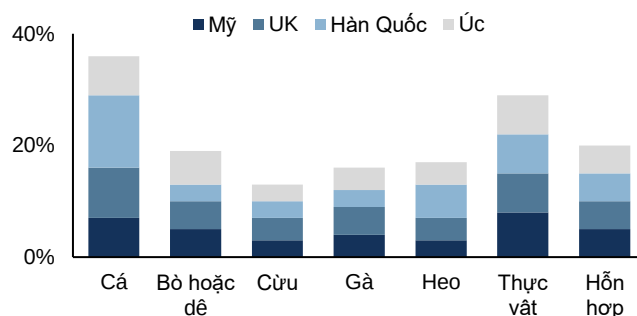
Doanh thu mảng C&G của VHC kỳ vọng tăng trưởng tích cực với **CAGR = +23,1% trong giai đoạn 2025F – 2029F** nhờ (1) Nhu cầu chăm sóc sức khỏe bằng các sản phẩm C&G gia tăng và (2) Mở rộng công suất thiết kế nhà máy C&G. Trong đó, nhu cầu các sản phẩm C&G chiết xuất từ cá được thúc đẩy nhờ (i) Mức độ hấp thụ sinh học cao hơn các nguồn khác¹⁸ đồng thời an toàn hơn bởi khả năng truyền bệnh từ nguồn nguyên liệu thấp và (ii) Không gặp rào cản về văn hóa, tôn giáo. Đối với mở công suất, VHC đã nâng tổng công suất thiết kế sản phẩm C&G trong năm 2024 đạt 7.000 tấn/năm (+100% YoY) và kỳ vọng đóng góp doanh thu đáng kể từ năm 2025.

Biểu đồ: Dự phóng doanh thu mảng collagen và gelatin của VHC



Nguồn: FPTPS dự phóng

Biểu đồ: Các loại collagen người tiêu dùng sẵn lòng chi trả ở các thị trường lớn



Nguồn: NZ, FPTPS tổng hợp

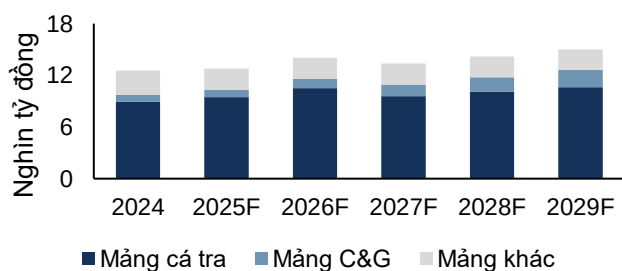
¹⁸ Theo nghiên cứu Meison Furtado et al, 2022, mức độ hấp thụ sinh học C&G chiết xuất từ cá cao hơn 1,5 lần so với các nguồn khác

F. TỔNG HỢP GIẢ ĐỊNH DỰ PHÓNG

Dựa trên những phân tích về triển vọng kinh doanh của VHC, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của VHC giai đoạn 2025F – 2029F với các giả định sau:

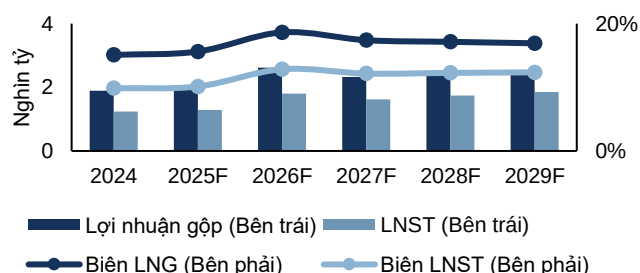
Chỉ tiêu	Giả định
Doanh thu	Doanh thu thuần của VHC dự phóng đạt 12.767 tỷ đồng (+1,9% YoY) năm 2025 và tăng trưởng với CAGR = +4,1%/năm giai đoạn 2025F – 2029F, trong đó: Màng cá tra: Doanh thu màng năm 2025 dự kiến đạt 9.446 tỷ đồng (+5,6% YoY) và tăng trưởng với CAGR = +3,0%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F được thúc đẩy bởi: Với thị trường xuất khẩu: Doanh thu năm 2025 ước đạt 8.686 tỷ đồng (+4,9% YoY) chủ yếu nhờ giá xuất khẩu tăng +13,8% YoY do thiếu hụt nguồn cung. <i>Giai đoạn 2025F – 2029F</i>, doanh thu kỳ vọng tăng trưởng với CAGR = +1,8%/năm, trong đó dự kiến đạt đỉnh năm 2026 trước khi hạ nhiệt -11,0% YoY năm 2027. Nguyên nhân do giá xuất khẩu dự báo duy trì đà tăng trong giai đoạn 2025 - 2026 khi thiếu hụt nguồn cung, trước khi giảm mạnh và đi ngang kể từ năm 2027 nhờ nguồn cung tăng thông qua Đề án liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ trong ước tính tăng trưởng +5,5%/năm trong giai đoạn dự phóng bởi cá tra Việt Nam duy trì lợi thế cạnh tranh về giá so với (1) cá rô phi Trung Quốc tại Mỹ khi bị áp thuế đối ứng và (2) cá thịt trắng khác tại châu Âu nhờ được miễn thuế và xu hướng tiêu dùng thủy sản giá rẻ. Với thị trường nội địa: Doanh thu năm 2025 kỳ vọng đạt 760 tỷ đồng (+14,5% YoY) và tăng trưởng với CAGR = +14,4%/năm trong giai đoạn 2025F – 2029F nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm đông lạnh gia tăng bởi sự tiện lợi và (2) VHC mở rộng phân phối sản phẩm BASAmaster. Màng C&G: Doanh thu kỳ vọng đạt 869 tỷ đồng (+12,4% YoY) năm 2025 và tăng trưởng với CAGR = +23,1%/năm giai đoạn 2025F – 2029F nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ các thực phẩm bổ sung chứa C&G chiết xuất từ cá gia tăng và (2) VHC mở rộng 100% công suất từ nhà máy C&G trong năm 2024;. Màng bánh phồng và sản phẩm từ gạo: Doanh thu kỳ vọng tăng trưởng với CAGR = +13,7%/năm giai đoạn 2025F – 2029F nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ tại thị trường xuất khẩu phục hồi và (2) Dây chuyền sản xuất các sản phẩm giá trị cao kỳ vọng gia tăng tỷ trọng đóng góp doanh thu.
Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận gộp VHC dự kiến đạt 15,6% (+0,5 đpt YoY) năm 2025 và đạt 18,6% (+3,0 đpt YoY) năm 2026 nhờ (1) Giá xuất khẩu tăng mạnh trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung và nhu cầu gia tăng; (2) Giá bã đậu nành và cám gạo kỳ vọng duy trì ở mức thấp nhờ sản lượng dồi dào và (3) Tỷ trọng đóng góp màng C&G với biên lợi nhuận gộp cao gia tăng khi vận hành nhà máy mới. Giai đoạn 2025F – 2029F, biên lợi nhuận gộp của VHC kỳ vọng đạt 16,9% năm 2029F (+1,3 đpt so với 2025) do (1) Giá nguyên liệu thức ăn duy trì ở mức thấp nhờ sản lượng dồi dào; (2) Giá xuất khẩu cá tra kỳ vọng ổn định bởi nguồn cung dồi dào nhờ đề án sản xuất giống chất lượng cao dần hoàn thiện.
Lợi nhuận trước thuế	Lợi nhuận trước thuế năm 2025 được dự phóng dựa trên giả định tỷ lệ CPBH/doanh thu đạt 2,4% khi chi phí vận chuyển thấp bởi địa chính chính hạ nhiệt. Tỷ lệ chi phí QLDN/doanh thu giả định đạt 2,0%. Giai đoạn 2025F – 2029F, chúng tôi giữ nguyên giả định các tỷ lệ chi phí trên doanh thu năm 2025. Lợi nhuận trước thuế của VHC dự kiến tăng trưởng với CAGR = +9,4%/năm cùng giai đoạn dự phóng.
Lợi nhuận sau thuế	Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế đạt 1.293 tỷ đồng (+4,8% YoY) trong năm 2025 dựa trên giả định thuế thu nhập doanh nghiệp 13% và giữ nguyên giả định trong giai đoạn 2025F - 2029F. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế VHC tăng trưởng với CAGR = +9,4%/năm giai đoạn 2025F - 2029F.

Biểu đồ: Dự phóng cơ cấu doanh thu VHC



Nguồn: FPTs dự phóng

Biểu đồ: Dự phóng LNG và LNST của VHC



Nguồn: FPTs dự phóng

G. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu VHC bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu VHC theo các phương pháp có mức bình quân là **58.300 VNĐ/cp**, cao hơn 17,3% so với mức giá đóng cửa ngày 25/04/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	55.884	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	60.721	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		58.300	

➤ Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2024	12,4%	Phần bù rủi ro	9,9%
Chi phí sử dụng nợ	3,5%	Hệ số Beta đòn bẩy	1,14
Chi phí sử dụng vốn	14,3%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,98%	Thời gian dự phóng	5 năm

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

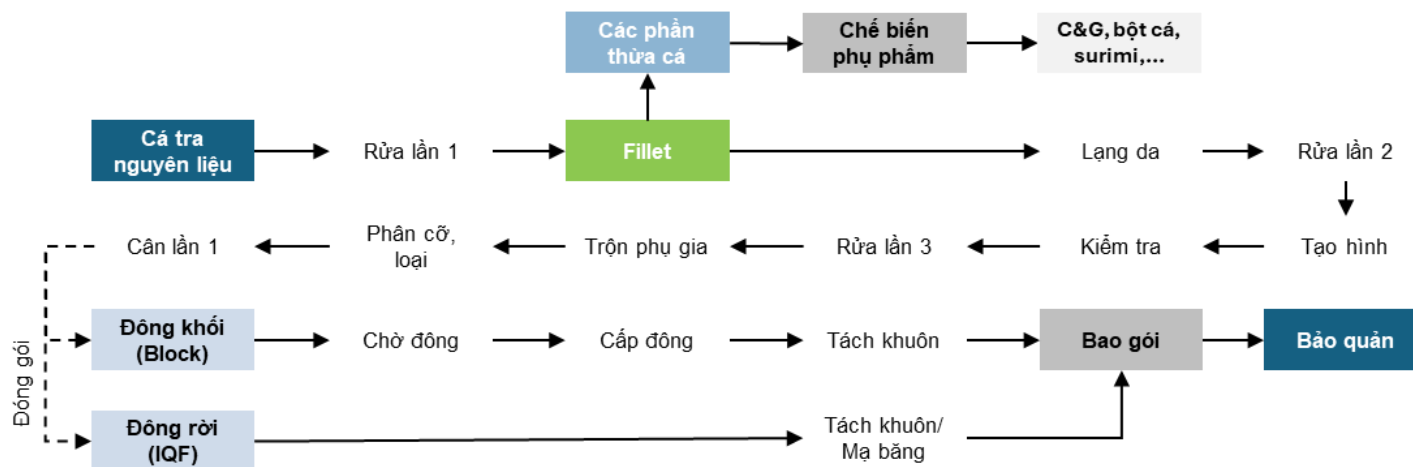
Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)		11.910
(+ Tiền, tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn (tỷ đồng)		2.910
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)		2.277
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		12.543
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		224
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		55.884
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		13.629
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		60.721

H. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Hoạt động kinh doanh	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	10.033	12.535	12.767	14.045
Giá vốn hàng bán	(8.540)	(10.644)	(10.774)	(11.429)
Lợi nhuận gộp	1.493	1.891	1.994	2.616
Chi phí bán hàng	(216)	(293)	(303)	(334)
Chi phí quản lý DN	(308)	(346)	(290)	(316)
Lợi nhuận thuần HĐKD	969	1.253	1.400	1.966
(Lỗ)/lãi HĐTC	282	280	214	268
Lợi nhuận khác	28	37	36	39
LNTT lãi vay	1.278	1.570	1.649	2.274
Chi phí lãi vay	(133)	(73)	(75)	(67)
Lợi nhuận trước thuế	1.145	1.496	1.574	2.207
Thuế TNDN	(171)	(186)	(204)	(297)
Lợi nhuận sau thuế	974	1.311	1.370	1.911
Lợi ích cổ đông thiểu số	55	77	77	107
LNST CT Mẹ	919	1.234	1.293	1.804
EPS (đ)	4.998	5.507	5.763	8.035
EBITDA	1.667	1.865	2.216	2.889
Khấu hao, dự phòng	388	295	567	615
Tăng trưởng LNG	-50%	27%	5%	31%
Tăng trưởng doanh thu	-24%	25%	2%	10%
Tăng trưởng LN HĐKD	-57%	29%	12%	40%
Tăng trưởng EBIT	-47%	23%	5%	38%
Chỉ số khả năng sinh lời	2023A	2024A	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,9%	15,1%	15,6%	18,6%
Tỷ suất LNST	9,2%	9,8%	10,1%	12,8%
ROE DuPont	11,6%	14,5%	14,2%	17,7%
ROA DuPont	7,8%	10,2%	10,1%	12,7%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	12,7%	12,5%	12,9%	16,2%
LNTT / EBIT	89,6%	95,3%	95,4%	97,0%
LNST/LNTT	80,3%	82,4%	82,2%	81,7%
Vòng quay tổng tài sản	0,9x	1,0x	1,0x	1,0x
Đòn bẩy tài chính	1,5x	1,4x	1,4x	1,4x
Chỉ số hiệu quả vận hành	2023A	2024A	2025F	2026F
Thời gian luân chuyển tiền	160,56	139,41	123,98	109,44
Số ngày phải thu	71,08	55,10	63,58	61,16
Số ngày tồn kho	140,63	114,45	95,58	89,88
Số ngày phải trả	51,16	30,14	35,19	41,60
COGS / Hàng tồn kho	3,0x	2,8x	3,7x	4,2x
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023A	2024A	2025F	2026F
CS thanh toán hiện hành	2,4x	2,6x	2,7x	3,0x
CS thanh toán nhanh	1,3x	1,7x	1,9x	2,2x
CS thanh toán tiền mặt	0,7x	0,9x	1,2x	1,5x
Nợ / Tài sản	0,3x	0,3x	0,3x	0,2x
Nợ / Vốn CSH	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng TT lãi vay	9,6x	21,4x	21,9x	33,9x
Cân đối kế toán	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài sản				
Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	2.301	2.910	4.071	5.318
Các khoản phải thu	1.578	2.207	2.241	2.465
Hàng tồn kho	3.763	2.911	2.731	2.897
Tài sản ngắn hạn khác	245	213	221	234
Tổng tài sản ngắn hạn	7.888	8.241	9.264	10.915
Tài sản CĐHH	3.383	3.415	3.410	3.283
Nguyên giá	5.476	5.916	6.408	6.825
Khấu hao lũy kế	(2.093)	(2.501)	(2.998)	(3.543)
Đầu tư tài chính dài hạn	67	69	69	69
Tài sản dài hạn khác	444	408	409	399
Xây dựng cơ bản dở dang	160	115	179	367
Tổng tài sản dài hạn	4.054	4.008	4.067	4.118
Tổng Tài sản	11.943	12.249	13.331	15.033
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Vay và nợ ngắn hạn	2.157	2.277	2.029	2.200
Các khoản phải trả	945	813	1.264	1.341
Quỹ khen thưởng	131	103	105	116
Nợ ngắn hạn	3.233	3.193	3.398	3.657
Vay và nợ dài hạn	102	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	17	54	30	32
Nợ dài hạn	119	54	30	32
Tổng nợ	3.351	3.247	3.428	3.689
Vốn góp chủ sở hữu	1.870	2.245	2.245	2.245
Thặng dư	264	264	264	264
LN chưa phân phối	6.213	6.175	7.000	8.334
Các khoản khác	0	(0)	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	244	319	396	503
Vốn chủ sở hữu	8.591	9.002	9.903	11.345
Tổng cộng nguồn vốn	11.943	12.249	13.331	15.034
Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024A	2025F	2026F
Tiền đầu năm	2.321	2.301	2.910	4.071
Lợi nhuận sau thuế	830	1.237	1.370	1.911
Khấu hao	402	456	497	545
Dự phòng	(14)	(161)	35	35
Thay đổi VLED và điều chỉnh	(671)	580	511	(360)
Tiền từ hoạt động KD	547	2.113	2.413	2.130
Thanh lý tài sản cố định	4	11	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	(677)	(705)	(556)	(605)
Các HĐ đầu tư khác	(121)	(169)	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(793)	(863)	(556)	(605)
Thay đổi nợ	(129)	(13)	(248)	172
Tăng (giảm) vốn	57	-	-	-
Cổ tức đã trả	-	(899)	(449)	(449)
Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	(73)	(912)	(697)	(277)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(319)	338	1.160	1.248
Chênh lệch tỷ giá	(2)	(1)	-	-
Tiền cuối năm	2.301	2.910	4.071	5.318

I. PHỤ LỤC

Phụ lục: Quy trình sản xuất và chế biến cá tra của các doanh nghiệp chế biến ([Quay lại](#))



Nguồn: FPTs tổng hợp

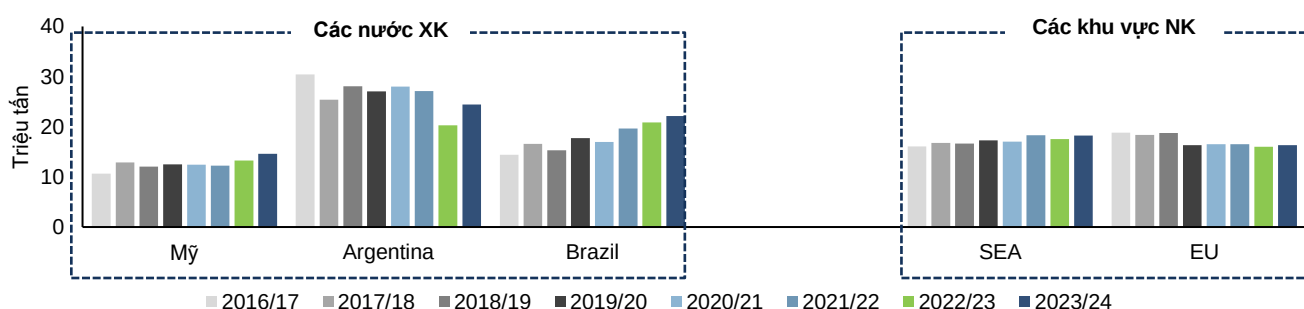
Phụ lục: Các đặc tính của thức ăn cá tra tự chế và thức ăn dạng viên ([Quay lại](#))

Thức ăn cá tra dạng viên được nhà máy sản xuất, được ưu tiên sử dụng tại các vùng nuôi do (1) Tỷ lệ chuyển đổi thức ăn (FCR) cao nhờ tối ưu tỷ lệ phối trộn và đặc tính kết khối, hòa tan dần vào nước; (2) Đáp ứng tiêu chuẩn xuất khẩu đến châu Âu và châu Mỹ (3) Hạn chế dịch bệnh trong ao do nguồn nước ô nhiễm.

Đặc điểm	Thức ăn cá tra tự chế	Thức ăn cá tra viên thương mại
Thành phần	Rau xanh, cá tạp, cám gạo,...	Bã nành, cám gạo, mì lát, bột cá,...
Đặc tính	Không kết dính, độ ẩm cao, dễ tan trong nước	Kết khối, hòa tan dần, chất dẫn dụ tạo mùi
Ưu điểm	Tiết kiệm chi phí nuôi do tận dụng nguyên liệu giá rẻ địa phương	Tỷ lệ phối trộn tối ưu (Nhiều dinh dưỡng) Tỷ lệ chuyển hóa cao (FCR), Môi trường nuôi hạn chế ô nhiễm, dịch bệnh do có chất dẫn dụ giúp cá ăn nhiều
Nhược điểm	Thức ăn tan rã gây ô nhiễm và lãng phí Nguyên vật liệu có thể lan truyền dịch bệnh Phối trộn tự do không đạt tối ưu	Chi phí cao hơn thức ăn tự chế
Đối tượng sử dụng	Quy mô hộ nhỏ lẻ do không xác định nguồn gốc, không đáp ứng tiêu chuẩn xuất khẩu	Quy mô hộ nuôi lớn, nuôi để xuất khẩu với nguồn gốc rõ ràng và đáp ứng tiêu chuẩn

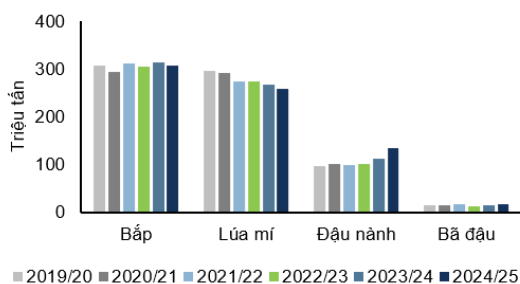
Nguồn: FPTs tổng hợp

Phụ lục: Sản lượng xuất khẩu và nhập khẩu bã đậu nành ([Quay lại](#))

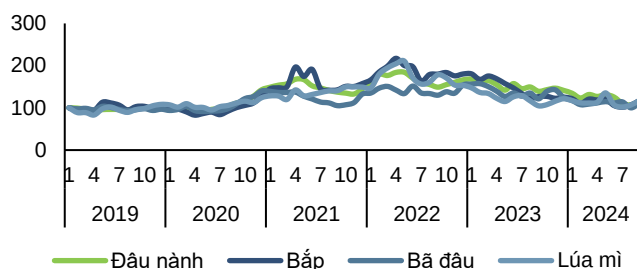


SEA: Bao gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Việt Nam và Thái Lan

Nguồn: USDA, FPTs tổng hợp và ước tính

Phụ lục: Tồn kho nông sản toàn cầu (Quay lại)


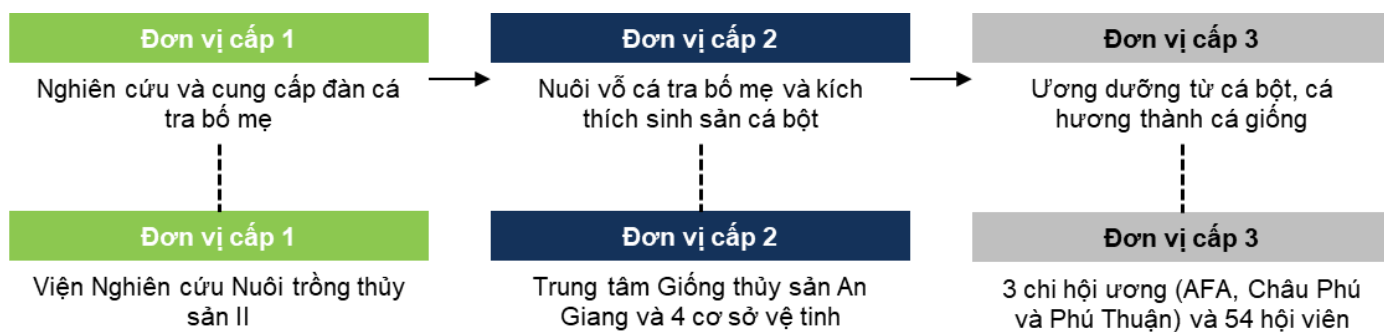
Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp và ước tính

Phụ lục: Tăng trưởng giá nông sản (Quay lại)


Nguồn: USDA, FPTS tổng hợp và ước tính

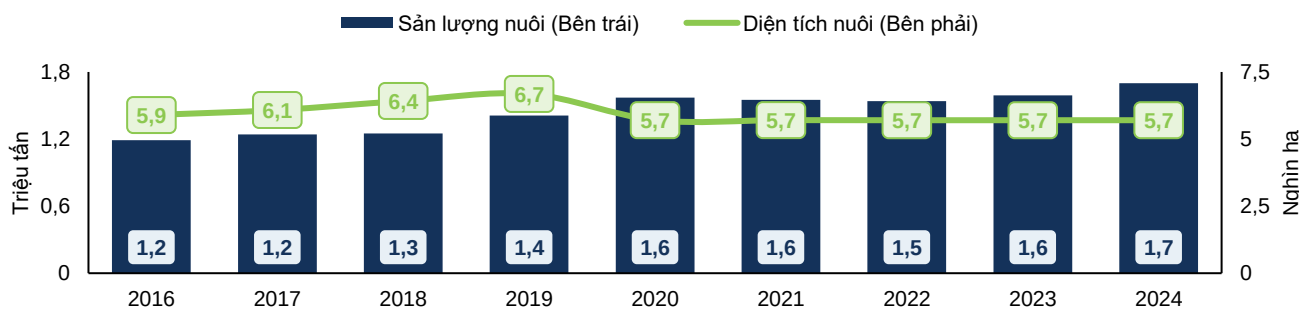
Phụ lục: Đề án sản liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp chất lượng cao ĐBSCL (Quay lại) (Quay lại triển vọng)

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



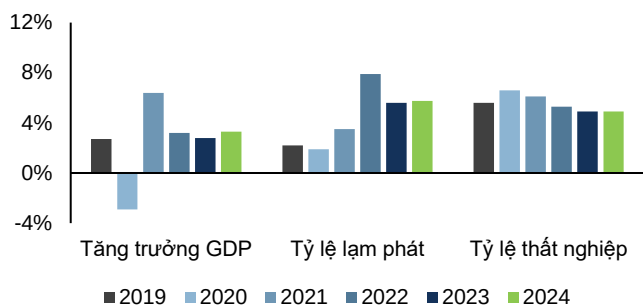
(1) Đầu tư cơ sở hạ tầng cho các đơn vị cung cấp cá bột và cá giống chất lượng cao cho toàn ngành: Sau khi tiếp nhận giống cá tra bố mẹ chất lượng cao từ Viện Nghiên cứu Nuôi trồng thủy sản II, Trung tâm Giống thủy sản An Giang và các cơ sở vệ tinh tiến hành nuôi vỗ để sản xuất cá bột chất lượng cao.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

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



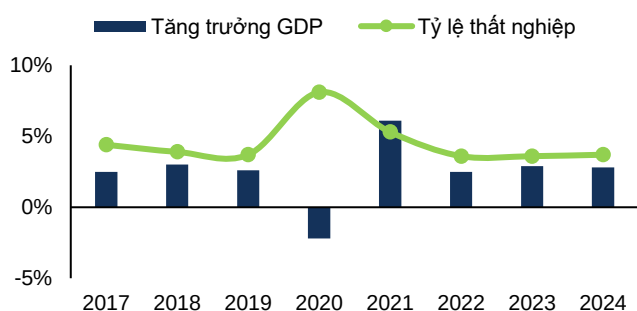
Nguồn: FPTS tổng hợp

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

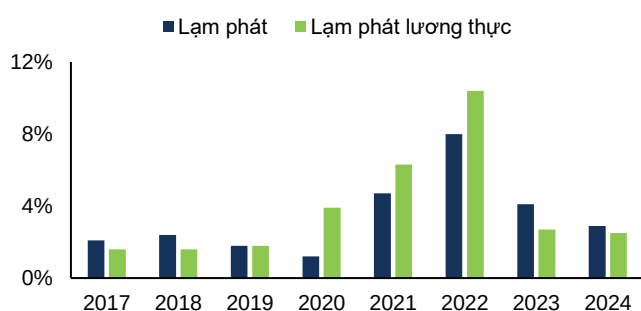
Phụ lục: Một số chỉ tiêu kinh tế toàn cầu [\(Quay lại\)](#)


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

Nguồn: IMF, FPTS tổng hợp

Phụ lục: Các chỉ tiêu kinh tế Mỹ [\(Quay lại\)](#)


Nguồn: FPTS tổng hợp



Nguồn: FPTS tổng hợp

Phụ lục: Các yêu cầu xuất khẩu sang châu Âu với các sản phẩm thủy sản [\(Quay lại\)](#)

Yêu cầu	Quy định	Nội dung
Bắt buộc	Quốc gia và DNCB phải được công nhận	(1) Chịu trách nhiệm và đảm bảo ATTP; (3) Thực hiện các quy trình dựa trên nguyên tắc phân tích mối nguy và các điểm kiểm soát tới hạn (HACCP) và (4) Áp dụng các yêu cầu vệ sinh cơ bản, có thể được quy định thêm đối với một số loại thủy sản khác
	Không vượt quá dư lượng tối đa (MRL)	Nhà xuất khẩu cung cấp Giấy chứng nhận sức khỏe (Health Certificate) đáp ứng các quy định phức tạp và thường xuyên thay đổi của EC.
	Các quy định về ghi nhãn	Các sản phẩm cần được ghi nhãn với các theo quy định của châu Âu . Đặc biệt cần phải có số phê duyệt và được cấp quyền thông qua mã số xuất khẩu EU Code.
	Nguồn gốc hợp pháp	Các mặt hàng đánh bắt bất hợp pháp, không báo cáo và kiểm soát (IUU) sẽ bị cấm nhập khẩu. Khi bị phạt thẻ vàng: Các quốc gia cần cấm đánh bắt IUU. Khi bị phạt thẻ đỏ: Cấm nhập khẩu thủy hải có nguồn gốc của những quốc gia này
	Kiểm tra cửa khẩu	Các lô hàng nhập khẩu cần thông qua kiểm tra của Trạm Kiểm tra Biên giới
Bổ sung	Chứng nhận ATTP	Ngoài các tiêu chuẩn ATTP của EC, các nhà nhập khẩu sẽ yêu cầu thêm chứng nhận ở bên thứ 3 như là Hiệp hội Bán lẻ Anh (BRC) và Tiêu chuẩn Nổi bật Quốc tế (IFS)
	Chứng nhận tuân thủ xã hội	Yêu cầu chứng nhận bên thứ 3 như: Tiêu chuẩn SA8000 của Quốc tế về Trách nhiệm Xã hội (SAI) và Sáng kiến Tuân thủ Xã hội của Doanh nghiệp (BSCI) .
	Chứng nhận bền vững	Các cơ sở sản xuất yêu cầu phải có chứng nhận bền vững. Đối với hải sản đánh bắt tự nhiên: Chứng nhận của Hội đồng Quản lý Hàng hải (MSC) và đối với thủy sản nuôi trồng: Chứng nhận của Hội đồng Quản lý Nuôi trồng Thủy sản (ASC).

Nguồn: WTO, FPTS tổng hợp

Phụ lục: Thuế suất nhập khẩu các sản phẩm cá tra Việt Nam theo giai đoạn của Hiệp định EVFTA [\(Quay lại\)](#)

HS code	Hàng hóa	Thuế suất cơ sở	Danh mục thuế ưu đãi EVFTA	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023 đến nay
030462	Cá tra fillet đông lạnh	5,50%	B3	4,13%	2,75%	1,38%	0%
030432	Cá tra fillet tươi	9%	B3	7%	5%	2%	0%
030324	Cá tra đông lạnh	8%	B3	6%	4%	2%	0%
030272	Cá tra tươi/ướp lạnh	8%	B3	6%	4%	2%	0%

Nguồn: VCCI, FPTS tổng hợp

Phụ lục: Các chứng nhận nuôi trồng bền vững trong ngành nuôi trồng VHC đạt được [\(Quay lại\)](#)

Các chứng nhận	Nội dung	Thành tựu của VHC
Aquaculture Stewardship Council (ASC)	Nuôi trồng thủy sản theo hướng bền vững thông qua các tiêu chuẩn toàn cầu	Vùng nuôi Tân Hòa là vùng nuôi cá tra đầu tiên tại Việt Nam đạt chứng nhận
Best Aquaculture Practices (BAP)	Thúc đẩy thực hành trách nhiệm trong toàn ngành nuôi trồng thủy sản. Áp dụng cho trại giống, trang trại, cơ sở chế biến và nhà máy thức ăn chăn nuôi.	Vùng nuôi Tân Khánh Trung là vùng nuôi cá tra đầu tiên đạt chứng nhận BAP 4* cho cả 4 cấp độ trong chuỗi nuôi trồng: Trại giống, nhà máy thức ăn, vùng nuôi cá và cơ sở chế biến
GlobalGAP	Đảm bảo an toàn, bền vững, sức khỏe, an toàn, phúc lợi người lao động và động vật	Đạt chứng nhận lần đầu tiên tại hai vùng nuôi Tân Thuận Tây và Tân Hòa

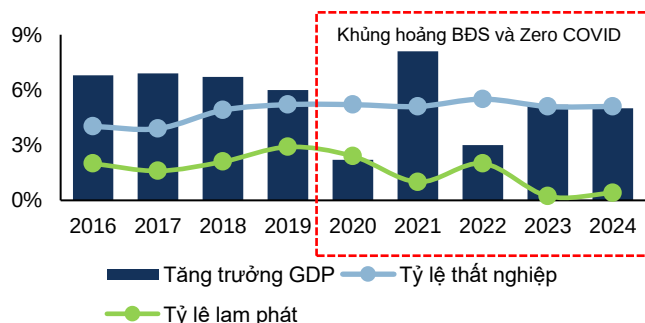
Nguồn: FPTS tổng hợp

Phụ lục: Các nhà máy chế biến phụ phẩm của VHC năm 2024 [\(Quay lại\)](#)

Nhà máy	Năm vận hành đầu tiên
2 nhà máy chế biến bột cá và mỡ cá	2007
2 nhà máy chế biến GTGT	2007
1 nhà máy dầu cá	2020
1 nhà máy surimi	2022

Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Phụ lục: Các chỉ tiêu kinh tế Trung Quốc [\(Quay lại\)](#)



Nguồn: NBS, IMF, FPTS tổng hợp

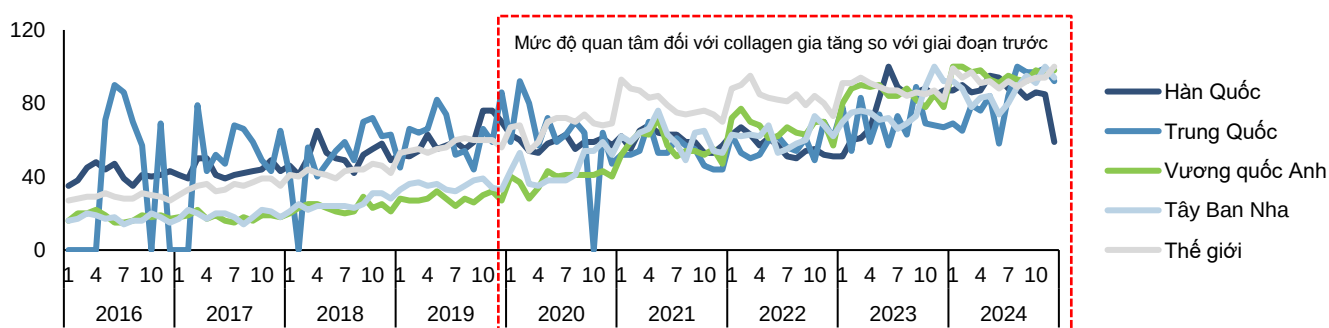
Trong giai đoạn 2019 – 2024, tăng trưởng GDP có xu hướng giảm dần (Loại bỏ tăng giảm đột ngột giai đoạn 2020 – 2021), giảm phát trong tiêu dùng và tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức cao do ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng bất động sản và chính sách Zero COVID.

Phụ lục: Các amino acid cần bổ sung từ bên ngoài¹⁹ ở C&G từ cá thịt trắng và heo cùng đơn vị khối lượng [\(Quay lại\)](#)

Amino acid	Cá tuyết cod	Cá minh thái	Cá tuyết hake	Cá bơn	Cá rô phi	Heo ²⁰	Cá tra
Iso	11	11	9	8	8	10	12,4
Leu	22	20	23	21	23	24	25
Lys	29	26	28	27	25	27	29,1
Phe	16	12	15	14	13	14	19,1
Pro	106	9	114	115	119	132	123
Thr	25	25	22	20	24	18	24,5
Try	0	0	0	0	0	0	0
Val	18	18	19	18	15	26	25,1
Tổng	227	121	230	223	227	251	258,2

Nguồn: FPTS tổng hợp

Phụ lục: Mức độ quan tâm về collagen tại một số quốc gia VHC xuất khẩu (Năm 2016 = 100) [\(Quay lại\)](#)



Nguồn: Google Trend, FPTS tổng hợp

¹⁹ Có 22 loại amino acid cần thiết cho cơ thể người, trong đó có 8 loại thiết yếu cần bổ sung từ bên ngoài do cơ thể không tự tổng hợp

²⁰ Đại diện cho gia súc, chiếm khoảng 40% tổng nguồn chiết xuất collagen và gelatin toàn cầu hằng năm

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu VHC người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

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

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

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

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

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

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888