

CTCP Nam Việt (ANV VN)

[Việt Nam / Thủy sản]

Bloomberg Code (ANV VN) | Reuters Code (ANV.HM)

MUA

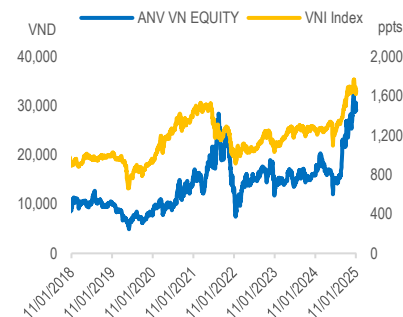
Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **35,700 VND**
Giá hiện tại (04/11/2025) **29,100 VND**
Suất sinh lời (%) **22.5%**

VNINDEX	1,652
HNXINDEX	266
Vốn hóa (tỷ VND)	7,748
SLCP lưu hành (triệu CP)	266
Tự do giao dịch (triệu CP)	90
52-tuần cao/thấp (VND)	34,500/12,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.65
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	120

	Doãn Tới	53.95
Cổ đông lớn (%)	Doãn Chí Thanh	13

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	18.8	93.4	76.9
So với VN-Index (%)	10.7	58.6	44.2



Nguồn: Bloomberg

Ngân Hoàng

(84-28) 6299-8004
support@shinhan.com

Thào Nguyễn – Chuyên viên phân tích

(84-28) 6299-8004
thao.np@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Tiên phong đón đầu xu thế mới

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 35,700 đồng

CTCP Nam Việt (HOSE: ANV) là doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản hàng đầu Việt Nam, với sản phẩm chủ lực là cá tra. ANV sở hữu chuỗi giá trị khép kín 100% - từ con giống, nuôi trồng, chế biến đến phân phối - giúp doanh nghiệp kiểm soát toàn diện chất lượng, chi phí và đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế. Sau khi mở rộng sang mảng cá rô phi từ năm 2014, năm 2025 đánh dấu giai đoạn bứt phá của mảng này, mở ra tiềm năng tăng trưởng mới trong tương lai. Trong dài hạn, chúng tôi đánh giá ANV sẽ duy trì đà tăng trưởng ấn tượng nhờ (1) Chuỗi giá trị khép kín và toàn diện; (2) Tiên phong trong mảng cá rô phi - trụ cột mới bên cạnh cá tra; (3) Chiến lược đa dạng hóa thị trường giúp mảng cá tra tăng trưởng ổn định và bền vững. Bằng phương pháp FCF và P/E (tỷ trọng 50/50), chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ANV, với giá mục tiêu 35,700 đồng, tương ứng mức sinh lời 22.5%.

Chuỗi giá trị khép kín - Lợi thế cạnh tranh cốt lõi

ANV là doanh nghiệp duy nhất trong ngành tự chủ toàn bộ chuỗi giá trị - từ sản xuất giống, vùng nuôi (250 ha truyền thống, 150 ha sản xuất giống cá 3 cấp chất lượng cao và 450 ha vùng nuôi công nghệ cao) đến sản xuất thức ăn và chế biến xuất khẩu. Nhờ đó, ANV kiểm soát chặt chi phí đầu vào, đảm bảo chất lượng và duy trì biên lợi nhuận ổn định.

Thị trường cá rô phi đạt thời điểm chín muồi để tăng trưởng, với ANV là doanh nghiệp tiên phong của Việt Nam

ANV tiên phong trong lĩnh vực cá rô phi với hơn 10 năm đầu tư công nghệ và hoàn thiện chuỗi giá trị. ANV hiện tự chủ 100% nguồn giống và đạt công suất 90,000 tấn/năm - tương đương 45% nhu cầu nhập khẩu cá rô phi của Mỹ. Chúng tôi đánh giá đây là chiến lược đón đầu xu thế khi Mỹ đẩy mạnh tìm kiếm nguồn cung thay thế Trung Quốc: (1) Sau khi Mỹ áp thuế 25% theo Section 301 đối với cá rô phi Trung Quốc, tỷ trọng nhập khẩu giảm mạnh từ 73% xuống 52% (2018-2024); (2) Mức thuế đối ứng 47% tiếp tục áp lên Trung Quốc trong năm 2025 tạo cơ hội để ANV cạnh tranh trực tiếp và mở rộng thị phần.

Mảng cá tra duy trì tăng trưởng, tận dụng lợi thế giá rẻ, nguồn cung ổn định và chiến lược đa dạng hóa thị trường

Chiến lược đa dạng hóa thị trường đã được ANV triển khai từ 2019, sự hiệu quả được chứng minh rõ rệt trong năm 2025 khi bất chấp thuế đối ứng từ thị trường Mỹ, doanh thu cá tra của ANV vẫn tăng mạnh nhờ đóng góp từ Thái Lan, Nga và đặc biệt là Brazil - nơi ANV là nhà cung ứng Việt Nam độc quyền. Ngoài ra, ANV mở rộng thị trường nội địa thông qua hợp tác với Bách Hóa Xanh từ 2023. Kênh phân phối này dự kiến tăng trưởng tích cực khi Bách Hóa Xanh mở thêm 1,000 cửa hàng tại miền Bắc trong 2026. Bên cạnh đó, sự suy giảm nguồn cung cá trắng toàn cầu cùng căng thẳng thương mại tiếp tục hạn chế cá trắng nhập khẩu từ Nga và Trung Quốc, tiếp tục tạo dư địa tăng trưởng cho cá tra ANV nhờ lợi thế giá rẻ và nguồn cung ổn định tại Mỹ.

Rủi ro: (1) Rào cản thương mại; (2) Biến động giá nguyên liệu; (3) Quy định chất lượng; (4) Chi phí logistics tăng

Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,911	6,350	6,906	6,086	6,289
LN từ HĐKD (tỷ VND)	194	1,130	1,205	951	915
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	48	936	1,039	836	826
EPS (VND)	179	3,511	3,897	3,134	3,096
BPS (VND)	10,488	13,999	17,896	21,029	24,125
OPM (%)	4.0%	17.8%	17.4%	15.6%	14.5%
NPM (%)	1.0%	14.7%	15.0%	13.7%	13.1%
ROE (%)	1.7%	25.1%	21.8%	14.9%	12.8%
PER (x)	180.7	9.2	8.3	10.3	10.4
PBR (x)	3.1	2.3	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	29.1	6.5	5.7	6.9	7.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Quan điểm đầu tư

Chuỗi giá trị khép kín và toàn diện giúp kiểm soát chi phí và duy trì ổn định biên lợi nhuận

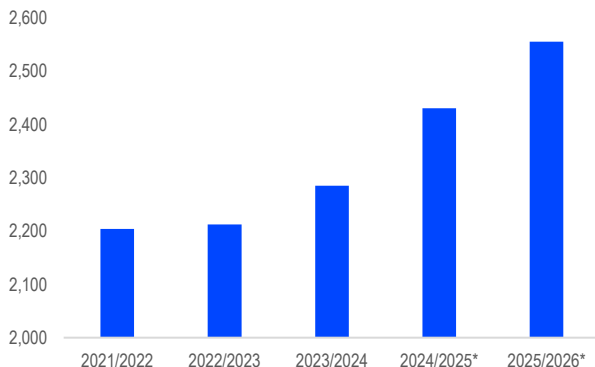
ANV là doanh nghiệp duy nhất trong ngành sở hữu chuỗi giá trị khép kín 100% - từ sản xuất giống, vùng nuôi (250 ha truyền thống, 150 ha sản xuất giống cá 3 cấp chất lượng cao, và 450 ha vùng nuôi công nghệ cao Bình Phú) đến sản xuất thức ăn và chế biến xuất khẩu. Mô hình này giúp ANV kiểm soát toàn diện chất lượng, giảm thiểu rủi ro chi phí đầu vào và tối ưu biên lợi nhuận:

(1) Chi phí thức ăn giảm mạnh nhờ giá bã đậu nành chạm đáy và tự chủ nguồn cung:

Giá bã đậu nành - chiếm ~50% cơ cấu thức ăn cá - đang giảm xuống mức thấp nhất trong 10 năm và dự kiến duy trì đến 2026, nhờ nguồn cung toàn cầu dồi dào:

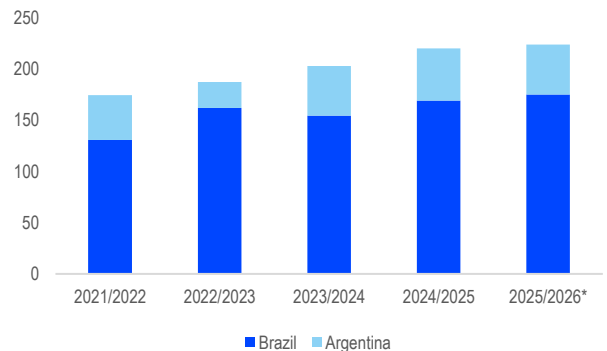
- **Mỹ:** USDA dự báo sản lượng ép đậu nành niên vụ 2025/2026 đạt kỷ lục 2.55 tỷ giạ (+125 triệu giạ YoY), trong khi Việt Nam giảm thuế nhập khẩu nông sản Mỹ xuống 0%, thúc đẩy nguồn cung giá rẻ.
- **Brazil & Argentina:** Vụ mùa thuận lợi (Brazil đạt 175 triệu tấn, +3.5% YoY), Argentina tạm thời hạ thuế xuất khẩu ngũ cốc về 0% đến tháng 10/2025, tiếp tục gây áp lực giảm giá.

Sản lượng đậu tương ép của Mỹ (triệu giạ)



Nguồn: USDA, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng đậu tương của Brazil và Argentina (triệu tấn)



Nguồn: USDA, Shinhan Securities Vietnam

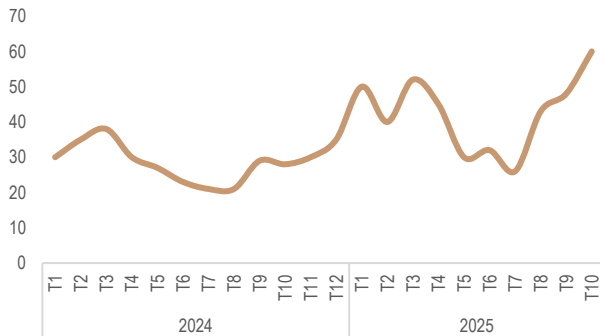
ANV hiện sở hữu nhà máy thức ăn 10 dây chuyền, công suất 1,000 tấn/ngày, đủ đáp ứng 100% nhu cầu nội bộ. Điều này giúp doanh nghiệp chủ động tích trữ nguyên liệu giá thấp, giảm thiểu rủi ro biến động giá và duy trì chi phí sản xuất ổn định.

(2) Giá cá tra xuất khẩu phục hồi, ANV hưởng lợi nhờ chuỗi giá trị tự chủ

Giá cá tra xuất khẩu dự kiến tăng 10-15% từ cuối 2025 đến giữa 2026, được hỗ trợ bởi nguồn cung hạn chế và nhu cầu quốc tế phục hồi mạnh cho các dịp lễ hội cuối năm. Tỷ lệ sống của cá giống giảm trong Q3/2025 khiến giá cá giống tăng hơn 40% (tháng 8-10/2025), kéo theo giá cá nguyên liệu tăng tương ứng. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp không tự chủ nguồn giống và vùng nuôi sẽ chịu áp lực chi phí lớn, ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận.

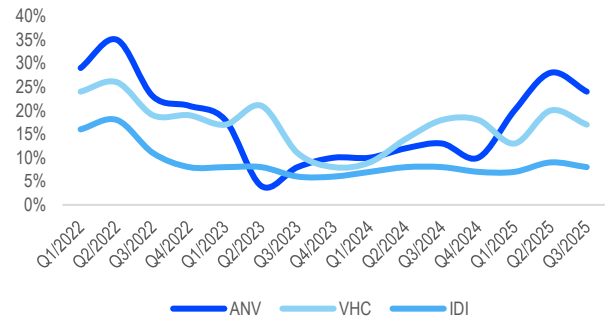
Ngược lại, ANV với chuỗi giá trị khép kín 100% gần như miễn nhiễm với biến động chi phí cá nguyên liệu đầu vào. Doanh nghiệp không chỉ bảo toàn biên lợi nhuận, mà còn hưởng lợi kép từ giá bán xuất khẩu phục hồi, giúp biên gộp mở rộng rõ rệt.

Giá cá tra giống mẫu 30 con/kg (Đơn vị: nghìn đồng/kg)



Nguồn: AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp của ANV, VHC và IDI



Nguồn: Báo cáo tài chính ANV, VHC và IDI, Shinhan Securities Vietnam

Thị trường cá rô phi đạt thời điểm chín muồi để tăng trưởng, trong đó ANV là doanh nghiệp tiên phong của Việt Nam

ANV là doanh nghiệp tiên phong của Việt Nam trong lĩnh vực cá rô phi. Bắt đầu đầu tư từ năm 2014, sau hơn một thập kỷ hoàn thiện chuỗi giá trị và ứng dụng công nghệ nuôi trồng hiện đại, năm 2025 đánh dấu giai đoạn bứt phá của mảng này - mở ra trụ cột tăng trưởng mới bên cạnh cá tra.

ANV sở hữu vùng nuôi công nghệ cao Bình Phú với tổng diện tích 600 ha, công suất tối đa 90,000 tấn/năm - tương đương khoảng 45% nhu cầu nhập khẩu cá rô phi của Mỹ, thậm chí vượt sản lượng cung ứng 80,000 tấn/năm của Trung Quốc. Vùng nuôi này của ANV giải quyết hai nút thắt cốt lõi của ngành cá rô phi Việt Nam:

(1) Chủ động 100% nguồn giống chất lượng cao với 150 ha vùng lai tạo giống cá ba cấp, đảm bảo hiệu suất nuôi trồng vượt trội, tối ưu chi phí và duy trì nguồn cung ổn định;

(2) Khả năng luân chuyển linh hoạt giữa cá tra và cá rô phi cho phép ANV tối ưu công suất sản xuất theo nhu cầu thị trường. Đây là lợi thế mà các doanh nghiệp cá tra khác khó đạt được do chi phí chuyển đổi cao (hiệu suất nuôi cá rô phi chỉ bằng 1/20 cá tra) và yêu cầu kỹ thuật phức tạp, khiến ANV gần như giữ vị thế độc quyền trong xuất khẩu cá rô phi của Việt Nam.

Chúng tôi đánh giá đây là bước đi chiến lược mang tính đón đầu xu thế toàn cầu. Sau khi Mỹ áp thuế 25% theo Section 301 đối với cá rô phi Trung Quốc (2018), tỷ trọng nhập khẩu từ Trung Quốc đã giảm mạnh từ 73% xuống 52% giai đoạn 2018-2024, mở ra dư địa lớn cho các nguồn cung thay thế. Đến năm 2025 mức thuế đối ứng 47% tiếp tục áp lên Trung Quốc khiến việc đa dạng hóa nguồn cung trở thành nhu cầu cấp thiết của Mỹ. Trong bối cảnh đó, ANV nổi lên như ứng viên hàng đầu với lợi thế vượt trội về quy mô, giá thành và chất lượng sản phẩm đạt chuẩn quốc tế, giúp doanh nghiệp cạnh tranh trực tiếp với Trung Quốc và nhanh chóng mở rộng thị phần.

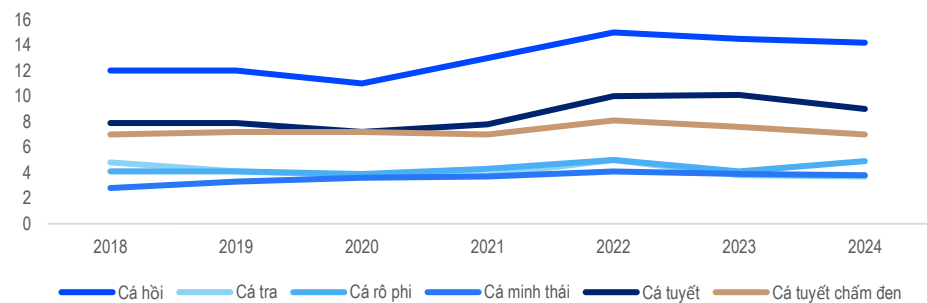
Nhờ tiềm năng thị trường lớn và năng lực sản xuất sẵn có, chúng tôi kỳ vọng mảng cá rô phi sẽ đóng góp khoảng 25-30% tổng doanh thu của ANV từ năm 2025 trở đi, trở thành động lực tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp.

Mảng cá tra duy trì tăng trưởng, tận dụng lợi thế giá rẻ, nguồn cung ổn định và chiến lược đa dạng hóa thị trường

Lợi thế giá rẻ và nguồn cung ổn định của cá tra Việt Nam giúp duy trì vị thế tại thị trường Mỹ trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung cá trắng

Cá tra hiện là loại cá có giá rẻ nhất trong nhóm thịt trắng, nhờ nguồn cung ổn định và sản lượng dồi dào. Dù phải chịu thuế nhập khẩu khoảng 20%, chúng tôi dự đoán cá tra vẫn được ưa chuộng tại thị trường Mỹ nhờ nhu cầu cho cá trắng giá cá phải chăng tăng trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu sụt giảm:

Giá nhập khẩu của các loại cá được ưa chuộng nhất tại Mỹ (USD/kg)



Nguồn: NOAA, PHFM, Shinhan Securities Vietnam

- (i) Cá tuyết - vua của các loài cá và được ưa thích nhất tại Mỹ: hạn ngạch đánh bắt cá tuyết tại biển Barents bị cắt giảm 25% trong năm 2025, giảm còn 340,000 tấn. Năm 2026, hạn ngạch tiếp tục có khả năng cắt giảm tiếp 21%, làm trầm trọng sự khan hiếm của nguồn cung.
- (ii) Cá tuyết chấm đen: Kể từ 2026, sản phẩm từ Nga và chế biến tại Trung Quốc sẽ bị cấm nhập khẩu theo quy định NOAA - MMPA (quy định mới của Cơ quan Quản lý Đại dương và Khí quyển Quốc gia Hoa Kỳ (NOAA) về yêu cầu tất cả hải sản nhập khẩu phải tuân thủ các tiêu chuẩn của Đạo luật Bảo vệ Động vật Có vú Biển (MMPA)).
- (iii) Cá minh thái: nguồn cung từ Nga và tái chế biến qua Trung Quốc bị cấm vận đến tháng 4/2026 tại Mỹ.
- (iv) Thuế quan: Trung Quốc và Brazil vốn là nguồn cung cá rô phi lớn của Mỹ hiện chịu mức thuế nhập khẩu cao, lên tới 50% ảnh hưởng tới nguồn cung do giá bán cao.

Chiến lược đa dạng hóa thị trường đem lại hiệu quả vượt trội

Trong khi nhiều doanh nghiệp thủy sản mới bắt đầu đẩy mạnh đa dạng hóa thị trường để giảm rủi ro thương mại, ANV đã đi trước một bước với chiến lược mở rộng sang nhiều khu vực tiềm năng từ năm 2019, qua đó duy trì tăng trưởng bền vững và giữ lợi thế tiên phong trong xuất khẩu cá tra:

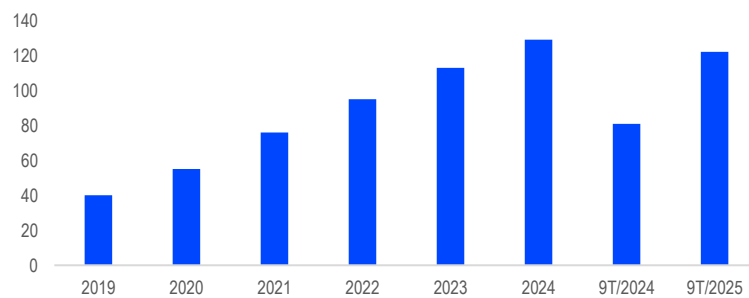
(1) Đẩy mạnh xuất khẩu sang Brazil và Mexico - cửa ngõ chiến lược để thâm nhập thị trường Nam Mỹ

Nam Mỹ là khu vực giàu tiềm năng, trong đó Brazil đóng vai trò cửa ngõ chiến lược. ANV có còn nhiều dư địa để mở rộng thị trường tại Brazil nhờ:

(i) Brazil dỡ bỏ lệnh cấm nhập khẩu cá rô phi tạo dư địa tăng trưởng lớn:

Sau khi dỡ bỏ lệnh cấm nhập khẩu cá rô phi từ tháng 4/2025 và tăng cường đàm phán nhập khẩu cá tra, nhu cầu nhập khẩu cá thịt trắng của Brazil tăng mạnh. Trong 9 tháng đầu năm 2025, giá trị nhập khẩu cá tra đạt 122 triệu USD (+51% YoY), tương đương 80% lượng nhập từ Mỹ, đưa Brazil trở thành thị trường lớn thứ ba của Việt Nam.

Trong khi đó, ANV là nhà cung cấp Việt Nam duy nhất tại thị trường Brazil nhờ đạt được thoả thuận hợp tác chiến lược với AV09 Comercio Exporter Ltda - nhà nhập khẩu thực phẩm lớn của Brazil, giúp doanh thu 9T/2025 đạt 11 triệu USD (+83% YoY).

Kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Brazil (triệu USD)

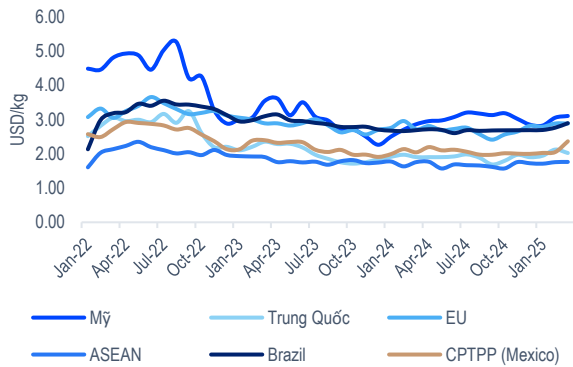
Nguồn: Báo cáo thường niên ANV, VASEP, Shinhan Securities Vietnam

(ii) Nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Brazil lớn và có giá bán cao, nguồn cung nội địa bị thiếu hụt

Xuất khẩu cá tra sang Brazil đem lại biên lợi nhuận lớn nhờ (1) Tiêu thụ đầu người cao (mức tiêu thụ thủy sản bình quân đạt 12 kg/người/năm - cao hơn cả Mỹ) và (2) Giá xuất khẩu cao, dao động 2.8 USD/kg - ngang với EU và Mỹ.

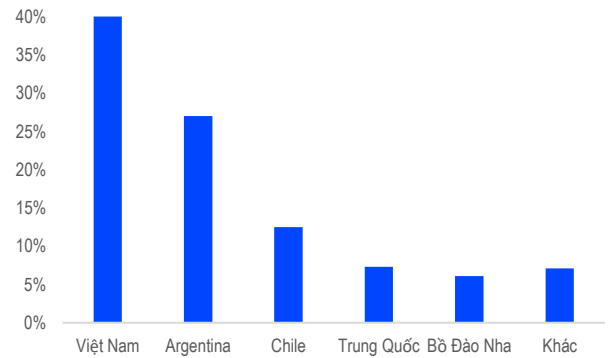
Dù là quốc gia sản xuất cá rô phi lớn, 60% nhu cầu tiêu thụ cá tại Brazil vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu, chủ yếu là Việt Nam (40%), Chile (12.5%), Argentina (27%), và Trung Quốc (7.3%). Nguồn cung từ Chile chủ yếu là cá hồi thuộc phân khúc cao cấp, trong khi cá tuyết và cá minh thái từ Argentina và Trung Quốc bị cắt giảm hạn ngạch và chịu lệnh cấm vận, khiến cá tra từ Việt Nam trở thành lựa chọn tối ưu cho phân khúc phổ thông nhờ giá cả hợp lý, nguồn cung ổn định, đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của tầng lớp trung lưu (chiếm hơn 50% dân số). Do đó, vị thế nguồn cung cá trắng số 1 của Việt Nam tại Brazil được kỳ vọng sẽ tiếp tục củng cố và mở rộng.

Giá cá tra xuất khẩu sang các thị trường chính



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Tỉ trọng các nước xuất khẩu cá thịt trắng vào Brazil



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Với thị trường Mexico: Tại Mexico, doanh thu 6T/2025 của ANV đạt 112 tỷ đồng (+80% YoY), hưởng lợi từ ưu đãi thuế CPTPP và sự ưa chuộng cá tra do chi phí thấp và hương vị phù hợp. Đây là khu vực tiềm năng với dân số đông dân thứ 11 thế giới, giúp ANV đa dạng hóa thị trường và giảm phụ thuộc vào Trung Quốc.

(2) Lợi thế giá rẻ tại thị trường EU

Cá tra ANV có nhiều lợi thế cạnh tranh tại EU nhờ: (i) Cá minh thái từ Nga và Trung Quốc chịu thuế 13.7%; (ii) Tăng trưởng GDP EU dự báo chỉ đạt 1% trong 2025 khiến nhu cầu thực phẩm giá rẻ gia tăng; và (iii) EVFTA đem lại ưu đãi thuế quan, trong khi phần lớn doanh nghiệp Việt Nam chưa tận dụng được do hạn chế về chất lượng và truy xuất nguồn gốc. Nhờ chuỗi giá trị khép kín và kiểm soát nghiêm ngặt, ANV có khả năng tận dụng tốt cơ hội này để mở rộng thị phần.

(3) ANV dẫn đầu thị trường nội địa nhờ hợp tác với Bách hoá xanh

Tiêu thụ trong nước hiện mới chiếm khoảng 5–7% sản lượng cá tra, cho thấy tiềm năng tăng trưởng còn rất lớn. Sau khu hợp tác phân phối với Bách Hoá xanh từ tháng 3/2023, doanh thu nội địa của ANV ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ. Với mạng lưới cửa hàng mở rộng nhanh và kế hoạch phát triển thêm 1,000 ra miền Bắc năm 2026 (+44% số lượng cửa hàng) của Bách Hoá Xanh kì vọng sẽ củng cố vị thế dẫn đầu tại thị trường nội địa của ANV.

Cập nhật và Dự phóng kết quả kinh doanh

❖ Cập nhật kết quả kinh doanh 9T/2025:

9T/2025, ANV ghi nhận doanh thu 4,832 tỷ đồng (+36% YoY) và lợi nhuận sau thuế 748 tỷ đồng (+167% YoY) - mức tăng trưởng kỷ lục trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp. Động lực chính đến từ: (1) Đẩy nhanh xuất khẩu cá tra trước thời hạn áp thuế đối ứng (1/8/2025); (2) Tận dụng cơ hội thay thế nguồn cung cá rô phi Trung Quốc sau khi quốc gia này bị áp thuế cao; (3) Doanh thu tại Brazil tăng mạnh nhờ các thỏa thuận thương mại song phương; và (4) Giá bã đậu nành giảm sâu đã giúp cắt giảm chi phí thức ăn chăn nuôi, góp phần mở rộng biên lợi nhuận gộp đáng kể.

Mỹ là thị trường tăng trưởng mạnh nhất đạt 17 triệu USD (+113% YoY) nhờ tăng trưởng kép từ cá rô phi và cá tra, trong khi đó doanh thu từ Trung Quốc sụt giảm mạnh chỉ đạt 8 triệu USD (-225% YoY) do nền kinh tế vẫn còn suy yếu và cạnh tranh với các loại cá nội địa.

Chúng tôi dự phóng quý IV/2025 sẽ là giai đoạn tăng tốc mạnh mẽ, nhờ nhu cầu tiêu thụ cao trong mùa lễ hội cuối năm và giá bán bình quân tăng. Qua đó, doanh thu cả năm 2025 ước đạt 6,350 tỷ đồng (+29% YoY), lợi nhuận sau thuế 936 tỷ đồng (+185% YoY).

❖ Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2026:

Bước sang năm 2026, ANV được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng cao nhờ ba động lực chính:

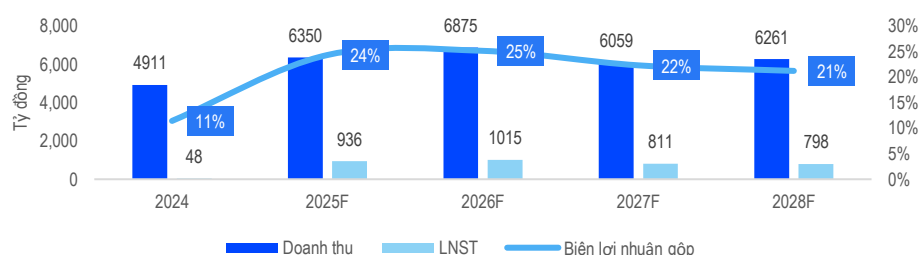
(1) Xu hướng thiếu hụt cá trắng toàn cầu: sau khi cắt giảm 25% hạn ngạch trong năm 2025, nguồn cung cá tuyết đánh bắt tại biển Barents có khả năng tiếp tục bị cắt giảm 21% trong 2026, trong khi các lệnh cấm vận thủy sản từ Nga và Trung Quốc dự kiến vẫn kéo dài khiến nhu cầu nhập khẩu cá tra và cá rô phi tăng mạnh tại Mỹ và EU.

(2) Lợi thế cạnh tranh vượt trội nhờ tiên phong trong mảng cá rô phi: ANV là doanh nghiệp Việt Nam duy nhất đã hoàn thiện chuỗi giá trị cá rô phi và có thể cung ứng đến 90,000 tấn/ năm cá rô phi cho Mỹ - vốn đang tìm nguồn thay thế Trung Quốc (cung ứng 45% tổng lượng nhập khẩu cá rô phi trung bình của Mỹ). Dự kiến mảng cá rô phi sẽ đóng góp 20-30% doanh thu 2026 và là động lực tăng trưởng mới của doanh nghiệp.

(3) Chi phí đầu vào tiếp tục giảm: nhờ nguồn cung bã đậu nành dồi dào từ Mỹ và Nam Mỹ, chi phí thức ăn dự kiến giảm 5-10%, giúp biên lợi nhuận cải thiện bền vững.

Tổng thể, chúng tôi đánh giá ANV bước vào giai đoạn tăng trưởng đột phá, được dẫn dắt bởi chuỗi giá trị khép kín, cơ cấu sản phẩm đa dạng và chiến lược thị trường linh hoạt đón đầu xu hướng thương mại toàn cầu.

Doanh thu, LNST và BLNG của ANV



Nguồn: Báo cáo tài chính ANV, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E với tỷ trọng 50%-50% để định giá ANV.

Chúng tôi khuyến nghị MUA với mức định giá 35,700 đồng, với suất sinh lời 22.5% .

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	12.1
Lãi suất phi rủi ro (%)	4
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.66
Beta	1.2
Chi phí nợ (%)	4
Chi phí sử dụng vốn (%)	14.4
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.27
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	1,310

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

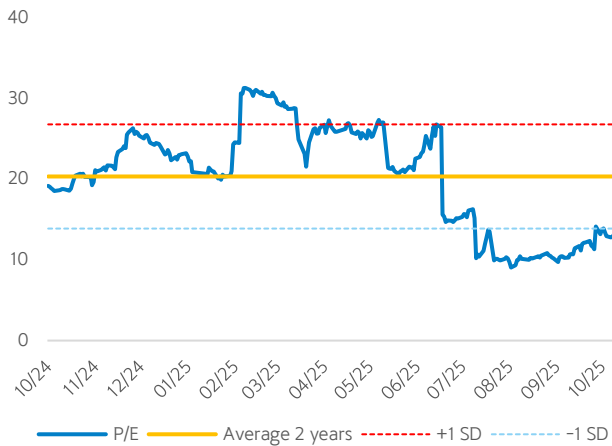
Mô hình định giá DCF					
Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
NPAT-Mi	1,039	836	826	1,021	1,031
Cộng: Lãi vay sau thuế	64	71	62	44	28
Cộng: Khấu hao	136	122	116	128	122
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(10)	(56)	109	208	(53)
Trừ: Vốn đầu tư	100	200	200	100	200
Dòng tiền tự do (FCFF)	1,149	884	695	885	1,034
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	3,488				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	1%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	5,232				
Giá trị doanh nghiệp	8,719				
Trừ: Nợ vay	(1,310)				
Cộng: Tiền và tương đương tiền	1,216				
Giá trị vốn chủ sở hữu	8,625				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	267				
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	32,344				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

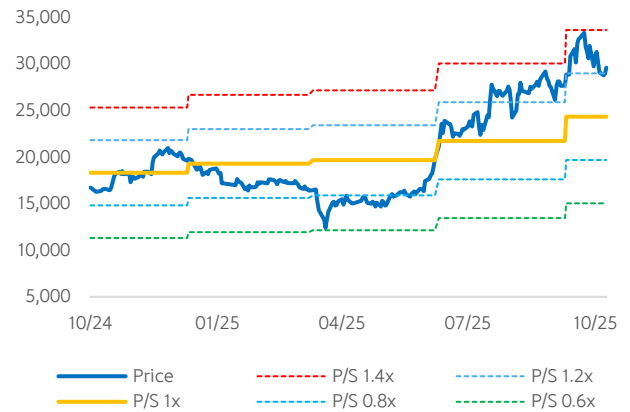
Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ quá khứ trong vòng 3 năm của ANV. Chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của ANV ở mức 10x, phản ánh sức tiêu thụ ổn định đối với cá tra và nhu cầu mạnh mẽ cho nguồn cung thay thế cá rô phi Trung Quốc. Kết hợp cùng EPS dự phóng 2026 ở mức 3,897 đồng, giá mục tiêu của ANV được định giá ở mức 38,971 đồng.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành	
Trung bình 3 năm của ANV	10
P/E mục tiêu	10
EPS forward	3,897
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	38,971

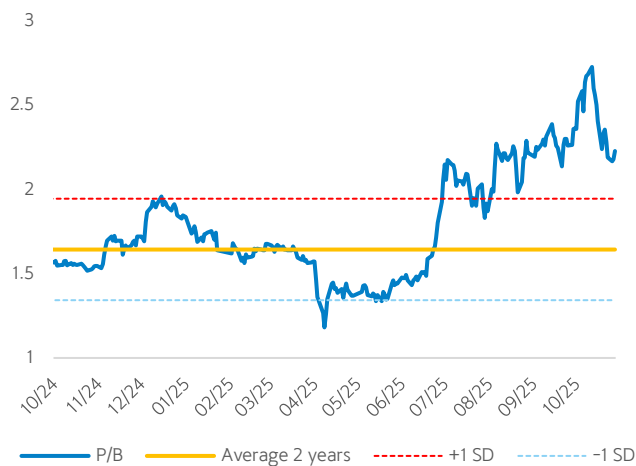
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của ANV

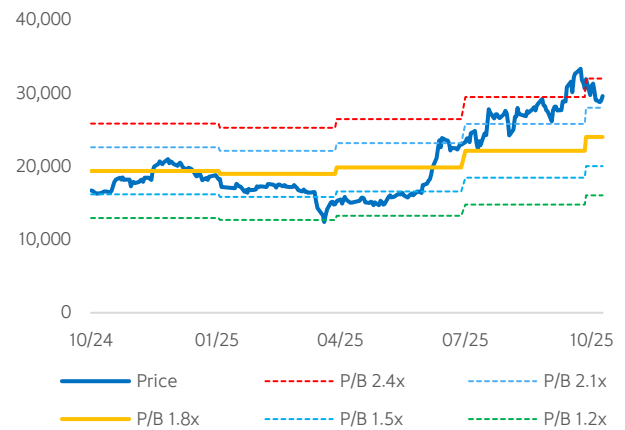
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PSR của ANV

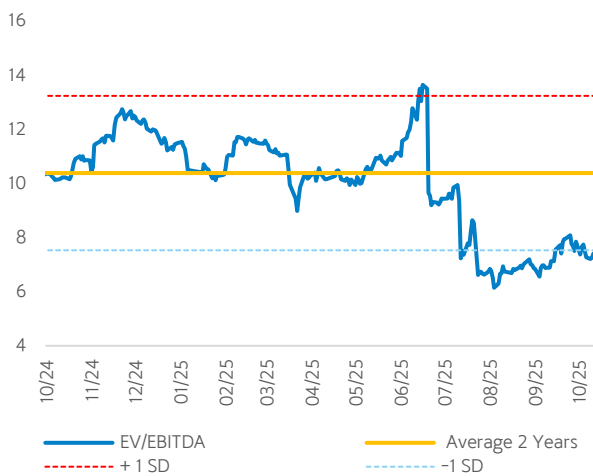
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của ANV

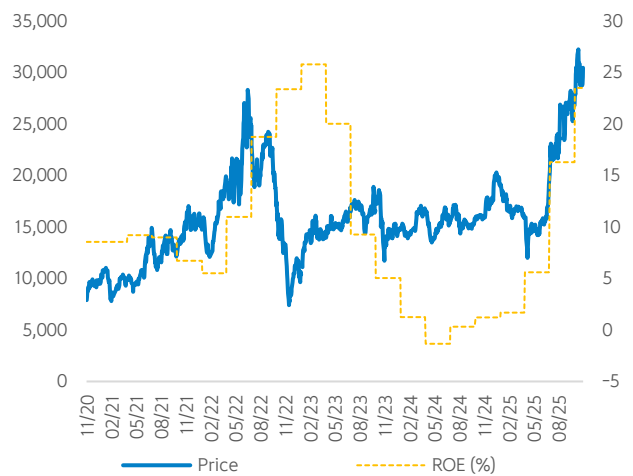
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của ANV

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của ANV

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu ANV tương quan với ROE

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

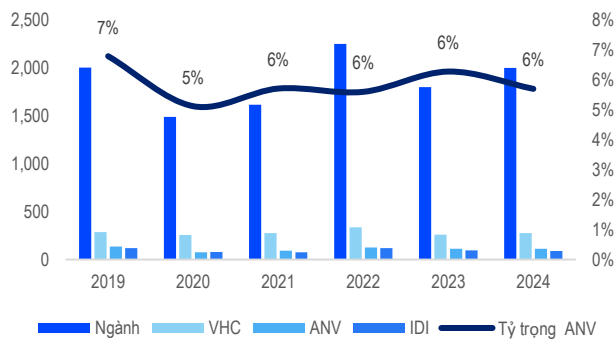
Những sự kiện quan trọng của ANV



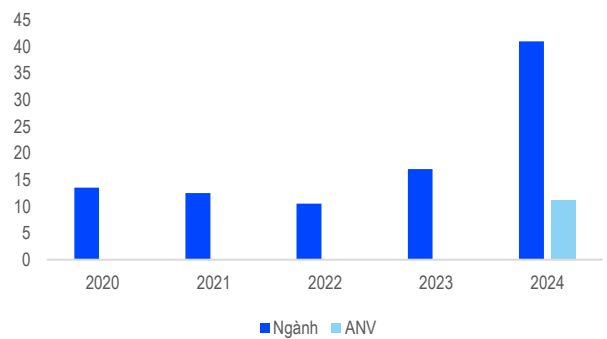
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Tổng quan doanh nghiệp**Lịch sử hình thành**

Công ty Cổ phần Nam Việt (HOSE: ANV) là doanh nghiệp chế biến cá tra lớn thứ hai tại Việt Nam, đồng thời tiên phong trong xuất khẩu cá rô phi. Thành lập năm 1993 tại An Giang, công ty khởi đầu trong lĩnh vực xây dựng trước khi mở rộng sang thủy sản từ năm 2000 với cá tra và phát triển thêm sản phẩm cá rô phi từ năm 2014. Bên cạnh đó, ANV còn đa dạng hóa hoạt động sang sản xuất điện năng lượng mặt trời và thức ăn chăn nuôi. Công ty chính thức niêm yết trên HOSE từ năm 2007, khẳng định vị thế vững chắc trong ngành thủy sản Việt Nam.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra của các doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam (nghìn USD)

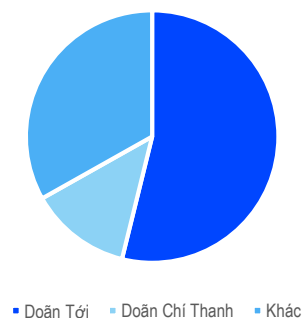
Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Kim ngạch xuất khẩu cá rô phi của ANV so với toàn ngành (triệu USD)

Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu cổ đông

Cổ đông lớn của Nam Việt bao gồm ông Doãn Tới - đồng thời cũng là Phó Chủ tịch Hội đồng Quản trị với tỉ lệ sở hữu 53.85%. Ngoài ra có ông Doãn Chí Thanh sở hữu 13% và các cổ đông khác chiếm 33.15%.

Cơ cấu cổ đông đến ngày 31/10/2025

Nguồn: Báo cáo thường niên ANV, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu tổ chức

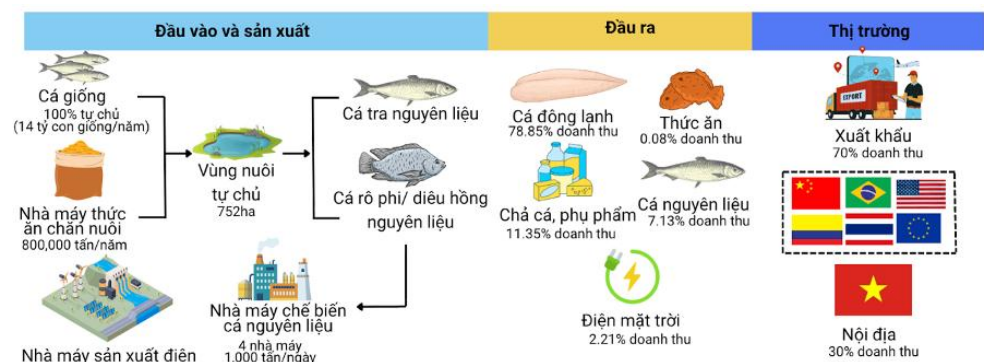
Công ty con	Tên công ty	Ngành nghề kinh doanh	Vốn góp (tỷ đồng)	Tỉ lệ sở hữu
	Công ty TNHH MTV Ấn Độ Dương	Chế biến, bảo quản thủy sản, bột cá, dầu cá	36	100%
	Công ty TNHH MTV Nuôi trồng Thủy sản Nam Việt Bình Phú	Nuôi trồng thủy sản	540	100%
	Công ty TNHH MTV Nam Việt Solar	Sản xuất điện năng lượng mặt trời	180	100%
	Công ty TNHH MTV Ấn Độ Dương Solar		5	100%
	Công ty TNHH MTV Đại Tây Dương Solar		5	100%
	Công ty TNHH MTV Chế biến Thức ăn Thủy sản Nam Việt	Sản xuất thức ăn gia súc, gia cầm và thủy sản	196	100%
Công ty liên doanh	Công ty TNHH Amicogen Nam Việt	Sản xuất collagen và gelatin	63	50%

Chuỗi giá trị

ANV là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sở hữu chuỗi giá trị khép kín 100%, từ con giống, thức ăn, vùng nuôi đến chế biến và xuất khẩu. Nhà máy thức ăn chăn nuôi của ANV có công suất thiết kế 800,000 tấn/năm, đủ khả năng tự cung cấp hoàn toàn cho toàn bộ vùng nuôi. Tổng diện tích vùng nuôi bao gồm 250 ha vùng nuôi truyền thống và khu phức hợp công nghệ cao Bình Phú với 150 ha sản xuất giống cá ba cấp chất lượng cao và 450 ha nuôi công nghệ cao, tất cả đều đạt chứng nhận ASC và BAP 2-3 sao. Hiện nay, ANV vận hành 4 nhà máy chế biến với tổng công suất thiết kế 1,360 tấn/ngày, công suất sử dụng thực tế hiện nay 600–700 tấn/ngày và dự kiến nâng lên mức 1,000 tấn/ngày từ năm 2026.

Nhờ chuỗi sản xuất khép kín này, ANV có năng lực kiểm soát chặt chẽ chi phí đầu vào, đảm bảo chất lượng sản phẩm đáp ứng các tiêu chuẩn truy xuất nguồn gốc quốc tế, đồng thời linh hoạt thích ứng với biến động đơn hàng và nhu cầu thị trường.

Hình ảnh: Chuỗi giá trị của ANV



Cơ cấu doanh thu

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của ANV năm 2024



Nguồn: Báo cáo thường niên ANV, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của ANV năm 2025



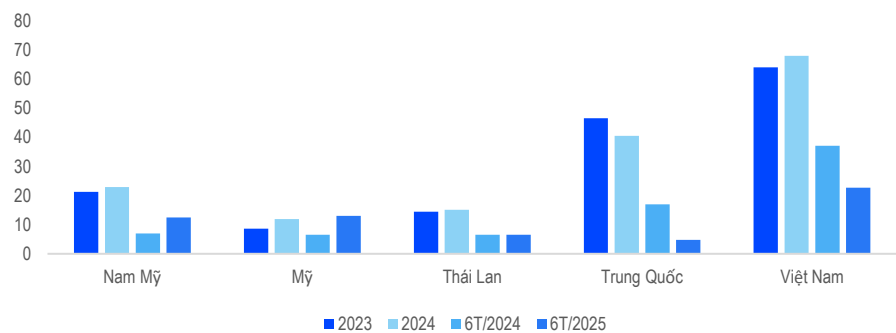
Nguồn: Báo cáo thường niên ANV, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu của ANV tập trung chủ yếu vào mảng chế biến thủy sản, bao gồm sản phẩm cá đông lạnh và các thành phẩm giá trị gia tăng. Trong đó, cá tra và cá rô phi chiếm tỷ trọng lớn, với cá rô phi ghi nhận sự tăng trưởng đáng kể từ 7% năm 2024 lên gần 20% năm 2025. Bên cạnh đó, doanh thu còn đến từ phụ phẩm, thức ăn thủy sản, cá nguyên liệu và điện mặt trời

Thị trường xuất khẩu

ANV là doanh nghiệp có cơ cấu thị trường đa dạng nhất trong ngành. Trung Quốc vốn chiếm thị phần lớn nhất hiện đang có xu hướng giảm dần qua các năm. Mỹ là một trong những thị trường có tỉ trọng ngày càng tăng sau khi ANV quay trở lại vào năm 2022. Ngoài ra, các thị trường Nam Mỹ, Thái Lan ghi nhận sự tăng trưởng ấn tượng qua các năm gần đây.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra của ANV (triệu USD)



Nguồn: Báo cáo thường niên ANV, AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Trung Quốc: Từng là thị trường xuất khẩu lớn của ANV, nhưng kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đã suy giảm trong những năm gần đây do nước này tăng cường tiêu thụ nội địa và nhu cầu tiêu thụ giảm dưới tác động của suy thoái kinh tế.

Mỹ:

Năm 2014, ANV ngừng xuất khẩu cá tra sang Mỹ do thuế chống bán phá giá cao, từ đó doanh nghiệp đa dạng hóa thị trường để tránh phụ thuộc vào bất kỳ quốc gia đơn lẻ nào. Đến năm 2022, ANV quay lại thị trường Mỹ nhờ hai yếu tố chính (1) Thuế chống bán phá giá cá tra duy trì ở mức 0 USD/kg trong hầu hết

các kỳ POR và (2) cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung mở ra cơ hội cho việc đẩy mạnh xuất khẩu cá tra sang Mỹ để thay thế cá rô phi Trung Quốc.

Kì POR	POR17	POR18	POR19	POR20
Mức thuế	0	0	0.14	0

Từ năm 2024, ANV đẩy mạnh xuất khẩu cá rô phi sang Mỹ, tận dụng khoảng trống thị trường khi cá rô phi Trung Quốc chịu ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại. Đến năm 2025, khi Mỹ đe dọa áp mức thuế 155% lên cá rô phi Trung Quốc, ANV nhanh chóng gia tăng sản lượng xuất khẩu, đưa cá rô phi chiếm 54% doanh thu xuất khẩu sang Mỹ.

Nhờ lợi thế song song ở cả cá tra và cá rô phi, Mỹ trở thành thị trường có giá trị xuất khẩu tăng trưởng mạnh nhất của ANV trong nửa đầu năm 2025 (+113% YoY), khẳng định năng lực thích ứng và chiến lược linh hoạt của doanh nghiệp.

Thị trường Nam Mỹ: ANV một trong những đơn vị tiên phong xuất khẩu sang khu vực Nam Mỹ, tập trung chủ yếu vào hai quốc gia Brazil và Mexico. Đây là thị trường có tốc độ tăng trưởng ấn tượng, ngày càng thu hút nhiều doanh nghiệp Việt tham gia nhằm đa dạng hóa thị trường xuất khẩu - trong khi ANV đã sớm đi trước, nắm giữ lợi thế tiên phong.

Phụ lục: Tổng quan ngành cá rô phi

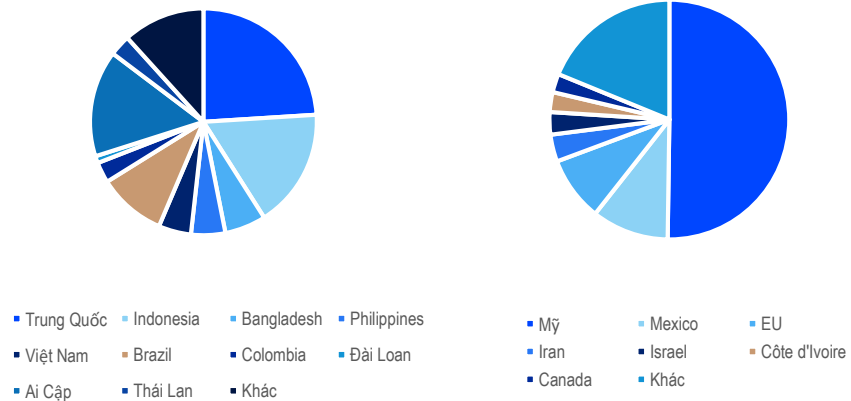
I. Thế giới

Cá rô phi là loài cá nước ngọt có nguồn gốc từ châu Phi, trong đó rô phi Nile chiếm 74% sản lượng nhờ giá trị kinh tế cao và được nuôi phổ biến từ thập niên 1990. Thị trường cá rô phi toàn cầu đạt 10.6 tỉ USD vào năm 2024, dự phóng đạt 14.5 tỉ USD vào 2033, với CAGR đạt 3.52% (VASEP), nhờ nhu cầu protein giá rẻ và xu hướng thực phẩm lành mạnh.

Châu Á và châu Mỹ là hai khu vực phát triển nuôi trồng cá rô phi mạnh nhất kể từ khi loài cá này được du nhập từ châu Phi vào những năm 1970s, nhờ điều kiện tự nhiên thuận lợi và tiềm năng xuất khẩu lớn. Châu Á hiện là khu vực sản xuất cá rô phi lớn nhất thế giới, chiếm gần 70% tổng sản lượng, với các quốc gia chính gồm Trung Quốc, Indonesia, Bangladesh, Thái Lan và Việt Nam, sản phẩm chính là cá đông lạnh. Châu Mỹ chiếm khoảng 8% sản lượng toàn cầu, tập trung tại Brazil, Mexico, Colombia, Honduras, Ecuador và Costa Rica, chủ yếu xuất khẩu cá rô phi tươi sang Mỹ (chiếm 99.5% thị phần).

Mỹ là nước có tỉ trọng nhập khẩu rô phi lớn nhất do nhu cầu tiêu thụ thủy sản lớn nhưng sản xuất trong nước không đủ đáp ứng. Hằng năm, Mỹ nhập khẩu trung bình 200,000 tấn cá rô phi, với Trung Quốc là nhà cung ứng lớn nhất. Tuy nhiên, sau khi Mỹ áp thuế nhập khẩu 25% (Section 301) và thuế đối ứng với các nước có thâm hụt thương mại năm 2025, thị phần Trung Quốc giảm mạnh, mở ra cơ hội cho Việt Nam với lợi thế chuỗi cung ứng khép kín, giá cạnh tranh và tiêu chuẩn quốc tế.

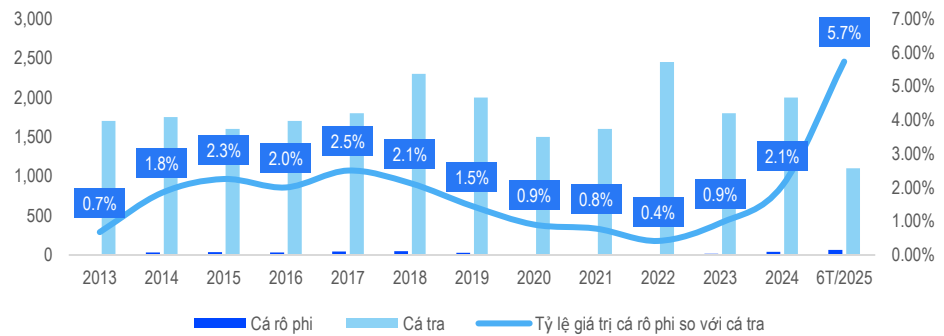
Top các nước sản xuất (trái) và nhập khẩu (phải) cá rô phi lớn nhất



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

II. Việt Nam

Cá rô phi trắng (Nile tilapia) và cá rô phi đỏ (diêu hồng) hiện là hai giống phổ biến nhất tại Việt Nam sau cá tra, được nuôi chủ yếu ở vùng sông Mekong và một phần các tỉnh miền Bắc. Thị trường xuất khẩu cá rô phi bao gồm Mỹ (46%), EU (11%), Hàn Quốc (6%), cùng với ASEAN, Nhật Bản và Trung Đông.

1. Các giai đoạn phát triển của ngành cá rô phi Việt Nam**Kim ngạch xuất khẩu cá tra và cá rô phi (triệu USD)**

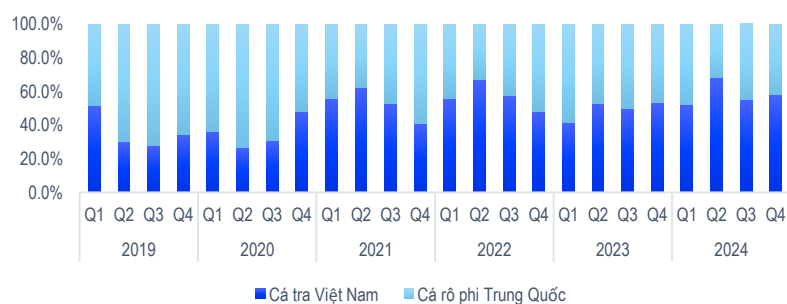
Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

Giai đoạn 2018 trở về trước: Chưa chú trọng phát triển cá rô phi

Dù được xác định là loài chiến lược, cá rô phi vẫn bị "lép vế" trước cá tra. Giá trị xuất khẩu còn khiêm tốn, chỉ chiếm 1–2% so với cá tra. Năm 2017, xuất khẩu cá rô phi đạt mức cao nhất 45 triệu USD (chiếm 2.5% so với cá tra), tuy nhiên vẫn thấp xa so với mục tiêu 200–300 triệu USD theo chương trình phát triển thủy sản 2012–2020. Nguyên nhân chủ yếu do ngành cá tra có lịch sử phát triển lâu dài, quy mô lớn và thị trường ổn định, khiến ngành cá rô phi bị bỏ ngỏ.

Giai đoạn 2018–2024: Cá rô phi tiếp tục bị lấn át bởi cá tra trong bối cảnh cạnh tranh thương mại Mỹ-Trung

Chúng tôi sẽ tập trung phân tích thị trường Mỹ do đây là thị trường nhập khẩu cá tra và cá rô phi lớn nhất thế giới và chiếm phần lớn tỉ trọng trong cơ cấu xuất khẩu của cá rô phi Việt Nam. Năm 2018, căng thẳng thương mại Mỹ-Trung diễn ra, Mỹ áp thuế 25% lên cá rô phi Trung Quốc. Dù điều này tạo cơ hội cho cá rô phi Việt Nam xuất khẩu vào thị trường Mỹ, tuy nhiên doanh nghiệp Việt vẫn ưu tiên sản xuất cá tra vì: (1) Cá rô phi bị áp thuế khiến cá tra hưởng lợi nhờ giá thành rẻ hơn với hàm lượng dinh dưỡng tương đương. Do đó từ 2019–2024, sản lượng nhập khẩu của cá tra tăng mạnh 29%, trong khi cá rô phi giảm 28%; (2) Ngành cá tra có nền tảng phát triển lâu dài, quy mô lớn và thị trường xuất khẩu sẵn có nên doanh nghiệp tiếp tục tập trung vào mặt hàng này.

Tỉ trọng tiêu thụ cá rô phi Trung Quốc và cá tra Việt Nam theo sản lượng

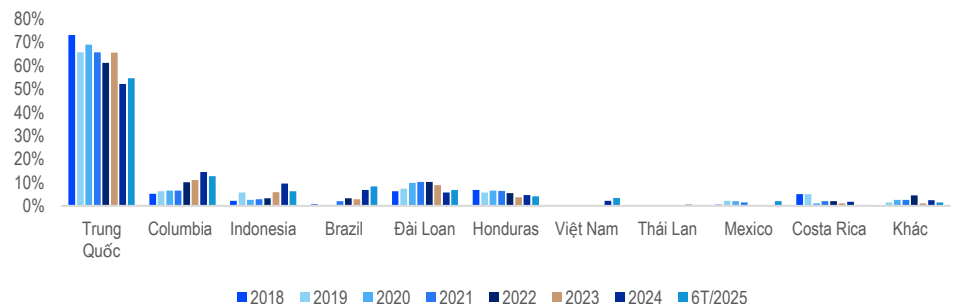
Nguồn: US Customs, AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Giai đoạn năm 2025: Cú chuyển mình của cá rô phi

Ngày 02/04/2025, Mỹ áp thuế đối ứng (reciprocal tariff) với tất cả hàng hóa nhập khẩu, trong đó cá tra và cá rô phi Việt Nam chịu mức thuế 20%. Đòn áp thuế này tác động trực tiếp đến ngành cá tra - mặt hàng chủ lực xuất khẩu của thủy sản Việt Nam, dẫn đến ngành cá nói chung của Việt Nam phải tái cơ cấu, giảm phụ thuộc cá tra và đẩy mạnh cá rô phi. Cùng lúc, Trung Quốc và Brazil - hai quốc gia xuất khẩu cá rô phi lớn - bị áp thuế đối ứng lên đến 50%, mở ra thời điểm chín muồi để Việt Nam tái khởi động chiến lược cá rô phi. Dù cá rô phi Việt Nam đi sau Trung Quốc 20 năm và giá trị xuất khẩu còn khiêm tốn, chúng tôi kỳ vọng cá rô phi Việt Nam sẽ đủ sức cạnh tranh trong giai đoạn tới nhờ:

(i) Xu hướng đa dạng hóa nguồn cung tại Mỹ mở ra cơ hội cho cá rô phi Việt Nam

Sau khi Mỹ áp thuế 25% lên cá rô phi Trung Quốc theo Section 301, tỉ trọng nhập khẩu cá rô phi từ Trung Quốc giảm 9.9% trong giai đoạn 2018-2025. Trong khi đó, Việt Nam nổi lên từ gần như 0% năm 2018 lên 3.4% năm 2025, bên cạnh sự tăng trưởng của Brazil. Diễn biến này phản ánh xu hướng đa dạng hóa nguồn cung của các nhà nhập khẩu Mỹ để (1) Tìm kiếm nguồn nhập khẩu có chi phí cạnh tranh hơn và (2) Giảm rủi ro phụ thuộc Trung Quốc. Xu hướng này củng cố dự địa tăng trưởng cho Việt Nam, ngay cả trong trường hợp Trung Quốc đạt được mức thuế quan ưu đãi hơn với Mỹ trong tương lai.

Tỉ trọng nhập khẩu cá rô phi của Mỹ từ các nước xuất khẩu chính theo sản lượng

Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

(ii) Sản lượng cá rô phi Việt Nam ổn định trong bối cảnh nguồn cung các loại cá trắng trên thế giới giảm mạnh trong thời gian dài:

Nguồn cung các loại cá trắng đánh bắt tự nhiên được ưa chuộng nhất (cá tuyết, cá minh thái, cá tuyết chấm đen) đang giảm dần theo thời gian và gặp nhiều khó khăn về hạn ngạch:

- Quy định mới hạn chế nguồn cung cá trắng Mỹ: Quy định mới của Cơ quan Quản lý Đại dương và Khí quyển Quốc gia Hoa Kỳ (NOAA) về yêu cầu tất cả hải sản nhập khẩu phải tuân thủ các tiêu chuẩn của Đạo luật Bảo vệ Động vật Có vú Biển (MMPA) kể từ 1/1/2026. Những sản phẩm không đáp ứng sẽ bị cấm nhập khẩu, bao gồm cá tuyết chấm đen từ Nga chế biến tại Trung Quốc, trực tiếp hạn chế nguồn cung cá trắng tại nước này;
- Nguồn cung cá tuyết Barents giảm mạnh: Hạn ngạch khai thác cá tuyết tại biển Barents - nguồn cung lớn nhất thế giới - tiếp tục có nguy cơ bị cắt giảm 21% năm 2026, sau mức giảm 25% năm

2025. Với khả năng tái đàn thấp do đánh bắt quá mức và chu kỳ sinh sản dài trong 5-7 năm, tình trạng thiếu hụt cá tuyết có thể kéo dài đến ít nhất 2028-2029;

- Cá minh thái Alaska có nguồn gốc từ Nga và chế biến tại Trung Quốc, vốn là các loại được ưa chuộng nhất, đang bị cấm vận cho tới tháng 4/2026 tại Mỹ. Cá minh thái Alaska nhập khẩu từ Nga vào EU cũng bị áp thuế 13.7% do ảnh hưởng chiến tranh Nga - Ukraine.

Do đó, nhu cầu cho các loại cá nuôi trồng tăng, với cá rô phi và cá tra là hai loại tiềm năng nhất nhờ sản lượng lớn và hàm lượng dinh dưỡng cao.

Ngược lại, sản lượng cá rô phi Việt Nam đang ngày càng tăng nhờ cải thiện nguồn giống. Năm 2020, cả nước có khoảng 255 cơ sở sản xuất với công suất gần 600 triệu con giống, mới chỉ đáp ứng được 75% nhu cầu nuôi trồng, phần còn lại phải nhập khẩu từ Trung Quốc và Thái Lan. Tuy nhiên, đến năm 2024, sản lượng giống cá rô phi đã tăng lên 1.09 tỷ con (+81%), và chất lượng cả nội địa và nhập khẩu đều cải thiện đáp ứng yêu cầu sản xuất. Giống cá đạt được kết quả: tỉ lệ ấp nở thành cá bột trên 75%, tỉ lệ sống của cá bột đến 21 ngày tuổi là 75-95%, đạt 95% cá đực. Những kết quả tích cực này giải quyết đáng kể nút thắt con giống, giúp ngành cá rô phi Việt Nam mở rộng quy mô và nâng cao năng lực cạnh tranh, sẵn sàng thay thế một phần nguồn cung cá trắng toàn cầu.

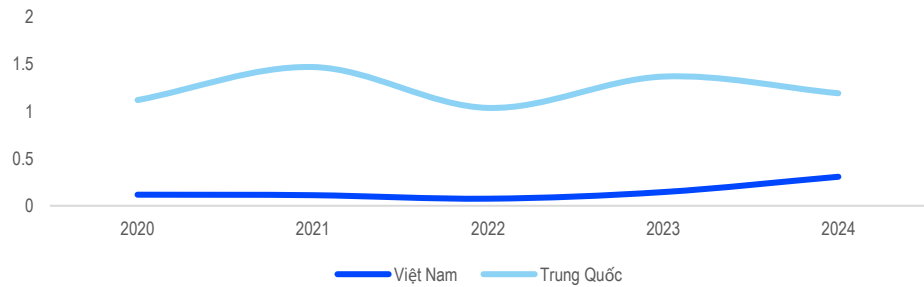
2. Lợi thế cạnh tranh của cá rô phi Việt Nam tại thị trường Mỹ

Quốc gia	Thị phần tại Mỹ	Sản phẩm chính	Chi phí sản xuất	Thuế đối ứng	Lợi thế cạnh tranh	Xu hướng thị phần
Trung Quốc	52.1%	Chủ yếu cá nguyên con và fillet đông lạnh	Rất thấp (0.55-0.65 USD/kg)	47%	Quy mô sản xuất lớn, chủ động thức ăn & chế biến	Giảm dần do thuế, cạnh tranh tăng
Columbia	12.7%	Fillet tươi	Trung bình (1.5 USD/kg)	10%	Vị trí gần Mỹ nên không phải chịu chi phí vận chuyển sản phẩm đông lạnh	Giảm do nguồn cung hạn chế
Brazil	8.3%	Fillet đông lạnh	Thấp (0.54-0.76USD/kg)	50%	Tự chủ nguyên liệu thức ăn (đậu nành, bắp), thị trường nội địa lớn	Tăng nhờ sản lượng nuôi trồng tăng
Đài Loan	6.8%	Nguyên con đông lạnh	Thấp (~1.06-1.08 USD/kg)	20%	Kinh nghiệm nuôi biển, chất lượng ổn định	Giảm do diện tích nuôi cá bị thu hẹp do chính sách bảo vệ môi trường
Indonesia	6.2%	Nguyên con & fillet đông lạnh	Thấp (USD1.11-1.23/kg)	19%	Lao động rẻ, chi phí thấp, chất lượng tốt	Ổn định-tăng, tuy nhiên tập trung vào phân khúc cao cấp với giá bán 8-9 USD/kg
Honduras	4.1%	Fillet tươi	Thấp (~1.05 - 1.36 USD/kg)	10%	Gần Mỹ, chi phí logistics thấp	Giảm nhẹ do nguồn cung hạn chế
Mexico	2.0%	Nguyên con đông lạnh & một phần fillet	Trung bình (~1.65-1.8 USD/kg)	30%	Gần Mỹ, chi phí logistics thấp	Mới gia nhập thị trường
Việt Nam	3.4%	Chủ yếu fillet đông lạnh	Thấp (~1-1.2 USD/kg)	20%	Lao động rẻ, chi phí chế biến thấp, sản phẩm fillet phù hợp nhu cầu Mỹ, mùi vị ngon chất lượng	Tăng, còn nhiều dư địa

Chúng tôi đánh giá với lợi thế về sản phẩm fillet đông lạnh (dòng sản phẩm chiếm tỷ trọng tiêu thụ lớn nhất tại Mỹ), chi phí sản xuất cạnh tranh và mức thuế ưu đãi hơn, Việt Nam có đủ khả năng để vươn lên các đối thủ khác và cạnh tranh trực tiếp với Trung Quốc tại thị trường Mỹ, với dư địa mở rộng thị phần đáng kể trong tương lai.

Ngoài ra, để đánh giá năng lực cạnh tranh xuất khẩu của Việt Nam đối với mặt hàng cá rô phi, chúng tôi sử dụng chỉ số RCA (Revealed Comparative Advantage - lợi thế so sánh hiện hữu)¹.

So sánh RCA ngành cá rô phi của Việt Nam và Trung Quốc



Nguồn: VASEP, World Bank Group, Shinhan Securities Vietnam

Năm 2020, RCA của Việt Nam mới đạt 0.11, đến năm 2024 tăng lên 0.3. Trong khi đó Trung Quốc duy trì RCA >1, từ 1.12 năm 2020 lên 1.19 năm 2024, có giai đoạn đạt 1.47 năm 2021 nhưng sau đó giảm dần. Điều này cho thấy Việt Nam chưa có lợi thế cạnh tranh rõ rệt, song đang trên đà cải thiện. Ngược lại, Trung Quốc vẫn giữ vị thế thống lĩnh với RCA vượt trội, nhưng xu hướng giảm phản ánh tác động từ các rào cản thuế và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt. Chúng tôi đánh giá Việt Nam sở hữu nhiều tiềm năng để nâng dần mức RCA này trong tương lai nhờ:

- (1) **Nền tảng chế biến & kinh nghiệm xuất khẩu (từ ngành cá tra):** nhiều doanh nghiệp Việt có nhà máy fillet, quy trình xuất khẩu sang Mỹ/EU đạt chuẩn chất lượng cao, điều này giúp rút ngắn thời gian lên quy mô cho cá rô phi;
- (2) **Kinh nghiệm liên kết chuỗi cung ứng:** Kinh nghiệm từ cá tra cho thấy sự gắn kết giữa người nuôi và doanh nghiệp chế biến là yếu tố then chốt. Hiện nay, một số doanh nghiệp như ANV đã bắt đầu triển khai mô hình liên kết với hộ nuôi cá rô phi, bước đầu mang lại kết quả tích cực;
- (3) **Tiêu chuẩn chất lượng quốc tế:** Các chuẩn như VietGAP, GlobalGAP, ASC đã được áp dụng rộng rãi, giúp việc nhân rộng sang cá rô phi thuận lợi và đáp ứng yêu cầu khắt khe của Mỹ/EU.

¹ RCA (Revealed Comparative Advantage – lợi thế so sánh hiện hữu) là chỉ số được nghiên cứu bởi nhà kinh tế học Balassa (1965), dùng để đánh giá mức độ lợi thế xuất khẩu của một quốc gia đối với một mặt hàng so với thế giới. Chỉ số này được tính bằng tỷ trọng xuất khẩu của một sản phẩm trong tổng xuất khẩu của một quốc gia, chia cho tỷ trọng xuất khẩu sản phẩm đó trong tổng thương mại thế giới. Nếu RCA > 1, quốc gia đó có lợi thế so sánh về sản phẩm; ngược lại, RCA < 1 cho thấy quốc gia chưa có lợi thế cạnh tranh rõ rệt.

Tuy nhiên, để gia tăng RCA và khai thác tiềm năng, ngành cá rô phi Việt Nam cần khắc phục một số thách thức:

- **Nguồn giống:** Dù sản lượng đã tăng nhanh, Việt Nam vẫn phụ thuộc một phần vào nhập khẩu, chưa hoàn toàn tự chủ.
- **Chính sách hỗ trợ:** Cần có cơ chế mạnh mẽ hơn từ Nhà nước như tín dụng ưu đãi, xúc tiến thương mại, đàm phán mở cửa thị trường.
- **Thương hiệu quốc gia:** Cá rô phi Việt Nam chưa xây dựng được thương hiệu rõ nét trên thị trường quốc tế, trong khi Trung Quốc đã định vị thành công ở phân khúc giá rẻ, quy mô lớn.

Tổng quan ngành cá tra – Xem tại [Báo cáo CTCP Vĩnh Hoàn](#)

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tổng tài sản	4,862	6,095	6,598	7,128	7,674
Tài sản ngắn hạn	2,586	4,232	4,235	4,442	4,639
Tiền và tương đương tiền	219	598	525	606	643
Đầu tư TC ngắn hạn	56	635	691	913	943
Các khoản phải thu	552	1,270	1,151	1,217	1,258
Hàng tồn kho	1,653	1,602	1,716	1,570	1,645
Tài sản dài hạn	2,277	1,863	2,363	2,686	3,034
Tài sản cố định	1,073	1,199	1,792	2,036	2,253
Chi phí xây dựng cơ bản	974	454	369	436	568
Tài sản dài hạn khác	229	210	202	213	213
Tổng nợ	2,066	2,362	1,826	1,520	1,240
Nợ ngắn hạn	1,941	2,246	1,708	1,401	1,219
Khoản phải trả	150	240	257	235	247
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,624	1,779	1,210	942	740
Khác	166	227	241	223	232
Nợ dài hạn	125	116	117	119	21
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	111	100	100	100	0
Khác	14	16	17	19	21
Vốn chủ sở hữu	2,797	3,733	4,772	5,608	6,433
Vốn góp chủ sở hữu	2,667	2,667	2,667	2,667	2,667
Thặng dư vốn	21	21	21	21	21
Vốn khác	-28	-28	-28	-28	-28
Lợi nhuận giữ lại	136	1,072	2,112	2,947	3,773
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0
*Nợ vay	1,735	1,879	1,310	1,042	740
*Nợ ròng (tiền)	1,460	645	94	-477	-846

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền từ HĐKD	728	673	1,005	939	1,074
Lợi nhuận ròng	48	936	1,039	836	826
Khấu hao	117	75	136	122	116
(Lãi) từ HĐ đầu tư					
Thay đổi vốn lưu động	573	-537	10	56	-109
Thay đổi khác	-9	199	-181	-74	241
Tiền từ HĐ đầu tư	-111	-171	-109	-190	-202
Thay đổi tài sản cố định	-131	-150	-100	-200	-200
Thay đổi tài sản đầu tư	20	-19	-8	11	0
Khác	0	-1	-2	-2	-2
Tiền từ HĐ tài chính	-438	-123	-969	-668	-835
Thay đổi vốn cổ phần	3	0	0	0	0
Tiền đi vay/(trả) nợ	-330	144	-569	-268	-302
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-108	-267	-400	-400	-533
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	-319	338	1,630	511	1,012
Tổng tiền đầu năm	553	233	570	2,200	2,711
Thay đổi trong kỳ giá					
Tổng tiền cuối năm	219	598	525	606	643

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	4,911	6,350	6,906	6,086	6,289
Tăng trưởng (%)	10.6%	29.3%	8.8%	-11.9%	3.3%
Giá vốn hàng bán	4,351	4,807	5,149	4,709	4,934
Lợi nhuận gộp	560	1,543	1,757	1,377	1,355
Biên lợi nhuận gộp (%)	11.4%	24.3%	25.4%	22.6%	21.5%
Chi phí BH & QLDN	366	413	552	426	440
LN từ HĐKD	194	1,130	1,205	951	915
Tăng trưởng (%)	6.0%	481.8%	6.6%	-21.1%	-3.8%
Biên LN từ HĐKD (%)	4.0%	17.8%	17.4%	15.6%	14.5%
LN khác	-71	-1	59	68	96
Thu nhập tài chính	33	83	135	150	171
Chi phí tài chính	103	84	76	83	75
Trong đó: Chi phí lãi vay	91	72	64	71	62
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	-33	57	54	49	34
LNTT	79	1,142	1,267	1,019	1,007
Thuế TNDN	31	206	228	183	181
LNST	48	936	1,039	836	826
Tăng trưởng (%)	22.0%	1857.5%	11.0%	-19.6%	-1.2%
Biên lợi nhuận ròng (%)	1.0%	14.7%	15.0%	13.7%	13.1%
LNST cổ đông công ty mẹ	48	936	1,039	836	826
Lợi ích CBTS	0	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	170	1,214	1,331	1,090	1,069
Tăng trưởng (%)	-15.8%	614.8%	9.6%	-18.1%	-1.9%
Biên LN (%)	3.5%	19.1%	19.3%	17.9%	17.0%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	287	1,289	1,467	1,211	1,185
Tăng trưởng (%)	-9.3%	349.0%	13.8%	-17.4%	-2.1%
Biên LN (%)	5.8%	20.3%	21.2%	19.9%	18.9%

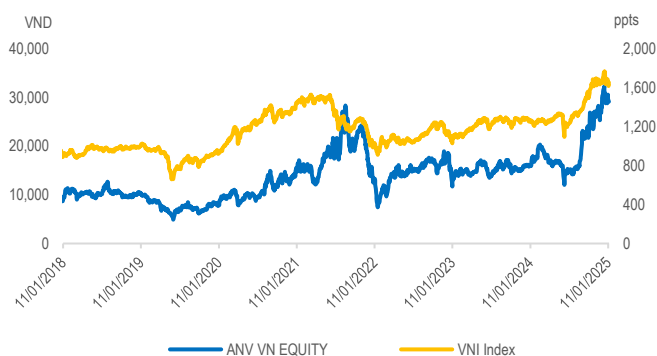
Các chỉ số chính

Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
EPS (đồng)	179	3,511	3,897	3,134	3,096
BPS (đồng)	10,488	13,999	17,896	21,029	24,125
DPS (đồng)	500	1,000	1,500	1,500	2,000
PER (x)	180.7	9.2	8.3	10.3	10.4
PBR (x)	3.1	2.3	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	29.1	6.5	5.7	6.9	7.1
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	279%	28%	38%	48%	65%
Lãi cổ tức (%)	1.1%	2.2%	3.3%	3.3%	4.4%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	5.8%	20.3%	21.2%	19.9%	18.9%
Biên LN từ HĐKD (%)	4.0%	17.8%	17.4%	15.6%	14.5%
Biên LNST (%)	1.0%	14.7%	15.0%	13.7%	13.1%
ROA (%)	1.0%	15.4%	15.8%	11.7%	10.8%
ROE (%)	1.7%	25.1%	21.8%	14.9%	12.8%
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	52.2%	17.3%	2.0%	-8.5%	-13.2%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	11.3%	26.6%	30.7%	43.3%	52.8%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2.1	15.6	18.9	13.5	14.7
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	-21	-12	-11	-12	-12
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	123	122	122	122	122
Số ngày khoản phải thu (ngày)	41	73	61	73	73

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Nam Việt (ANV VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
09/03/2023 (BC lần đầu)	GIỮ	17,000	20,000	-73.84/13.33
05/11/2025 (BC cập nhật)	MUA	35,700	22,150	10.52/197.5

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Ngan Hoang

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: ANV VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem
Ward, Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000