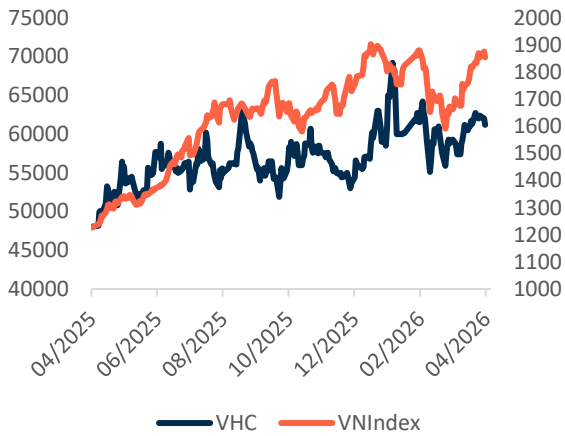


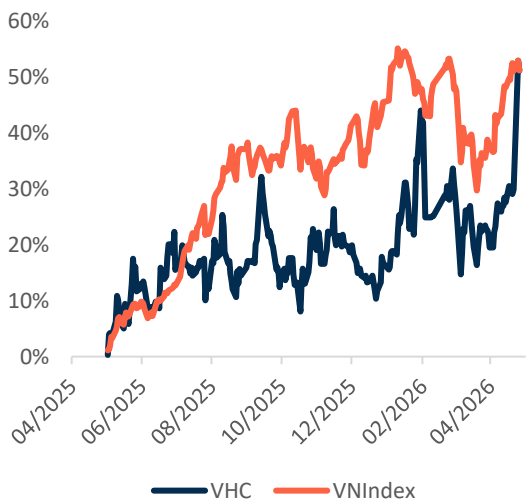
Thông tin cơ bản (29/04/2026)

Giá thị trường	61,200 VND
Giá mục tiêu	82,100 VND
Kỳ vọng	34%
Giá cao nhất 52 tuần	69,900 VND
Giá thấp nhất 52 tuần	47,950 VND
KLGD TB 1 tháng	864,000 CP
SLCP lưu hành	224.45 Triệu CP
Sở hữu nước ngoài	19.3 %
Vốn hoá	13,737 tỷ VND
BVPS	42,820 VND

Biến động giá giữa VHC và VNIndex



Hiệu suất giữa VHC và VNIndex



Luận điểm đầu tư:

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu 82,100 đồng/cổ phiếu, dựa trên phương pháp kết hợp giữa FCFE, FCFE và P/E trung bình lịch sử. VHC hiện đang bước vào giai đoạn phục hồi sau năm 2025 chịu áp lực bởi nhu cầu xuất khẩu suy yếu, cạnh tranh tại thị trường Mỹ và tình trạng thiếu hụt cá nguyên liệu. Triển vọng năm 2026 được đánh giá tích cực hơn nhờ sản lượng xuất khẩu phục hồi, giá bán bình quân cải thiện và nhu cầu tại các thị trường trọng điểm ổn định hơn.

(1) Mảng phi lê (fillet) cá tra phục hồi là động lực tăng trưởng chính.

Fillet và các sản phẩm liên quan tiếp tục là mảng kinh doanh cốt lõi của VHC, đóng góp phần lớn doanh thu. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng này phục hồi mạnh trong năm 2026 nhờ sản lượng xuất khẩu tăng trở lại sau giai đoạn bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng nhập hàng sớm, thuế quan và thiếu hụt nguyên liệu trong năm 2025. Bên cạnh đó, cá tra vẫn duy trì lợi thế là nguồn protein có giá cạnh tranh so với nhiều loại cá thịt trắng khác, giúp VHC hưởng lợi khi người tiêu dùng tại Mỹ và EU có xu hướng ưu tiên sản phẩm thủy sản giá hợp lý.

(2) Vị thế dẫn đầu tại thị trường Mỹ giúp VHC duy trì lợi thế cạnh tranh.

VHC là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam, với thị trường trọng điểm gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. VHC chiếm khoảng 45% lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ và gần như toàn bộ lượng C&G xuất khẩu từ Việt Nam trong năm 2024. Đây là lợi thế quan trọng giúp doanh nghiệp giữ được đơn hàng tại thị trường có biên lợi nhuận cao.

(3) Mảng collagen & gelatin tạo động lực tăng trưởng dài hạn.

C&G là mảng có biên lợi nhuận cao hơn so với fillet truyền thống, được hưởng lợi từ nhu cầu dài hạn đối với sản phẩm chăm sóc sức khỏe, mỹ phẩm và thực phẩm bổ sung. Mảng này giúp VHC cải thiện cơ cấu lợi nhuận và giảm phụ thuộc một phần vào chu kỳ giá fillet.

(4) Cấu trúc tài chính lành mạnh hỗ trợ khả năng chống chịu chu kỳ.

VHC duy trì mức đòn bẩy thấp, dòng tiền hoạt động tích cực và khả năng chi trả lãi vay cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Điều này đặc biệt quan trọng với doanh nghiệp thủy sản có tính chu kỳ cao, khi lợi nhuận có thể biến động theo giá cá nguyên liệu, giá bán xuất khẩu, tỷ giá và nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường lớn. Nền tảng tài chính thận trọng giúp VHC có dư địa vượt qua giai đoạn khó khăn và tận dụng chu kỳ phục hồi của ngành.

(5) Định giá hiện tại vẫn hấp dẫn so với triển vọng phục hồi.

P/E của VHC hiện đang ở vùng tương đối thấp so với mức trung bình lịch sử, trong khi lợi nhuận năm 2026 được kỳ vọng phục hồi. Do đó, chúng tôi sử dụng mức P/E trung bình lịch sử làm mức định giá tham chiếu, phản ánh quan điểm rằng VHC xứng đáng được tái định giá về vùng trung bình khi hoạt động kinh doanh bước vào chu kỳ phục hồi.

Rủi ro đầu tư:

- (1) Nhu cầu tiêu thụ cá tra toàn cầu yếu hơn kỳ vọng.
- (2) Giá cá nguyên liệu và cá giống duy trì ở mức cao.
- (3) Rủi ro cạnh tranh và chính sách thương mại tại Mỹ.
- (4) Biến động tỷ giá và chi phí logistics.

Các yếu tố cần theo dõi:

- (1) Sản lượng và giá bán xuất khẩu fillet tại Mỹ và EU.
- (2) Diễn biến giá cá nguyên liệu, cá giống và thức ăn thủy sản.
- (3) Tốc độ tăng trưởng của mảng C&G.
- (4) Chính sách thuế chống bán phá giá và rào cản thương mại tại Mỹ.

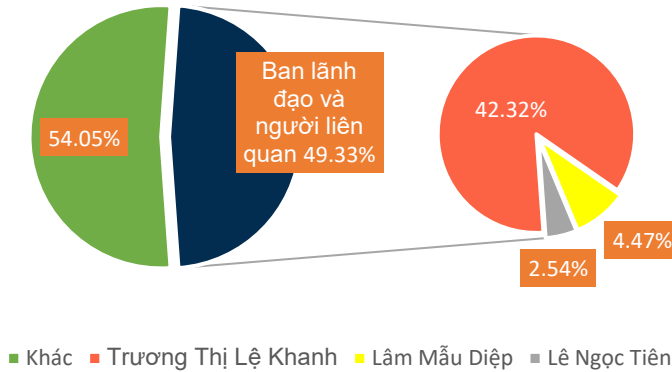
I. Tổng quan doanh nghiệp

1- VHC – Hành trình phát triển và củng cố vị thế đầu ngành cá tra

<p>Bắt đầu từ một doanh nghiệp tư nhân quy mô nhỏ tại tỉnh Đồng Tháp (19 tháng 12 năm 1997)</p>	<p>Năm 1999: Vận hành xí nghiệp chế biến thủy sản đầu tiên,</p> <p>24 tháng 12 năm 2007: Chính thức trên sàn HOSE, không chỉ cung cấp nguồn vốn dài hạn quan trọng để doanh nghiệp tiến hành các thương vụ thu tóm và mở rộng quy mô, mà còn đặt nền móng cho các tiêu chuẩn quản trị minh bạch</p>
<p>Các bước tiến công nghệ đột phá</p>	<p>Năm 2015: trở thành doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam chiết xuất thành công collagen và gelatin (C&G) từ da cá tra.</p> <p>Năm 2017-2019: chứng kiến sự đưa vào vận hành của nhà máy sản xuất thức ăn thủy sản Feed One, hoàn thiện triệt để mảnh ghép thượng nguồn.</p>
<p>Giai đoạn đa dạng hóa sản phẩm</p>	<p>Năm 2021: Chiến lược đa dạng hóa rủi ro sinh học và thâm nhập mảng thực phẩm tiêu dùng nhanh (FMCG) được hiện thực hóa thông qua các thương vụ mua bán sáp nhập (M&A), tiêu biểu là việc thu tóm Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Sa Giang (SGC) và thành lập Công ty TNHH Nông sản Thực phẩm Thành Ngọc (TNG Food), qua đó mở rộng danh mục sang các sản phẩm bánh phồng, sản phẩm từ gạo và nông sản sấy.</p> <p>Năm 2021–2023: Mở thêm trực nông sản – thực phẩm qua Thành Ngọc.</p> <p>Năm 2024: Feed One hoàn tất giai đoạn mở rộng đầu tiên, nâng công suất thức ăn thủy sản lên 450,000 tấn/năm.</p>
<p>Chuỗi giá trị khép kín cùng vị thế đầu ngành</p>	<p>Mạng lưới tài sản của VHC cho thấy đặc trưng chuỗi khép kín: Công ty có vùng giống, vùng nuôi, nhà máy phi lê cá tra, nhà máy collagen, công ty thức ăn thủy sản, công ty thực phẩm giá trị gia tăng và hệ sinh thái thành viên như Vĩnh Hoàn Collagen, Feed One, Sa Giang, Thành Ngọc, Vĩnh Technology.</p> <p>Doanh nghiệp dẫn đầu ngành cá tra trong sản xuất và xuất khẩu: VHC chiếm khoảng 14% giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam, và là doanh nghiệp có thị phần xuất khẩu cá tra lớn nhất trong nhóm dẫn đầu.</p> <p>Trong lĩnh vực C&G, Vĩnh Hoàn chiếm khoảng 75% tổng công suất tại Việt Nam.</p>
<p>Danh mục sản phẩm đa dạng</p>	<p>Danh mục sản phẩm hiện trải rộng từ pangasius fillet, sản phẩm giá trị gia tăng, fish collagen, fish gelatin, đến bánh phồng tôm, bún/phở/bánh tráng và một số sản phẩm nông sản thực phẩm.</p>

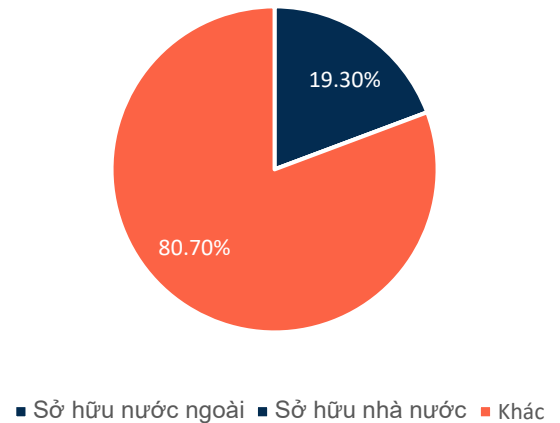
2. Cơ cấu sở hữu

Cơ cấu sở hữu



Nguồn: BCTN VHC, FNS research

Cơ cấu sở hữu



Nguồn: BCTN VHC, FNS research

Cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp phản ánh đặc trưng tiêu biểu của mô hình quản trị doanh nghiệp gia đình đã niêm yết, với mức độ cô đặc sở hữu rất cao. Cổ đông lớn nhất, đồng thời là Chủ tịch Hội đồng Quản trị và người sáng lập doanh nghiệp, bà Trương Thị Lệ Khanh, nắm giữ trực tiếp khoảng 42.3% vốn điều lệ. Theo sau đó là bà Lê Ngọc Tiên (con gái ruột của bà Trương Thị Lệ Khanh) sở hữu khoảng 2.54% cổ phần doanh nghiệp.

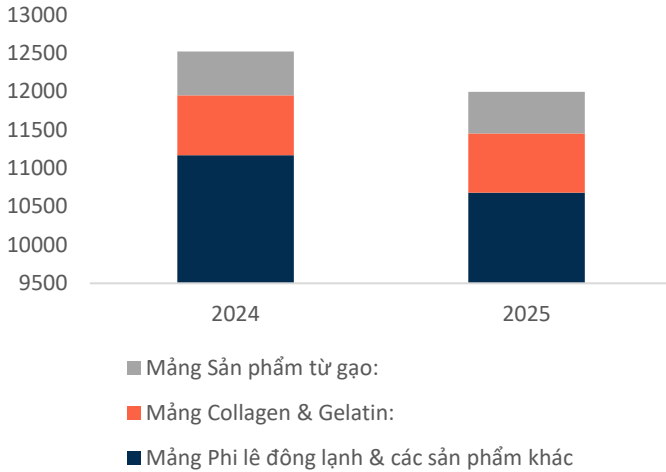
VHC cho thấy sự hấp dẫn đối với dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII). Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đạt mức 19.3%. Cấu trúc cổ đông tổ chức mang tính chiến lược cao, nổi bật với sự góp mặt của tập đoàn đa quốc gia Mitsubishi Corporation (sở hữu khoảng 6.4%) và các quỹ đầu tư thuộc quản lý của Dragon Capital (sở hữu khoảng 6.8%).

Cấu trúc sở hữu cô đặc cho phép doanh nghiệp theo đuổi mục tiêu chiến lược trong dài hạn. Điển hình, các quyết định phân bổ vốn lớn vào mảng Collagen và Gelatin, hay chiến lược thâm nhập các công ty nông sản đòi hỏi thời gian cực kỳ dài, đều được thông qua và thực thi với sự đồng thuận nội bộ tối đa và tốc độ ra quyết định nhanh chóng.

Tuy cấu trúc sở hữu cô đặc, sự giám sát chặt chẽ của các định chế tài chính quốc tế (như Dragon Capital) đóng vai trò như một cơ chế đảm bảo tính minh bạch trong các báo cáo tài chính và thúc đẩy việc áp dụng các thông lệ quản trị công ty theo hướng minh bạch.

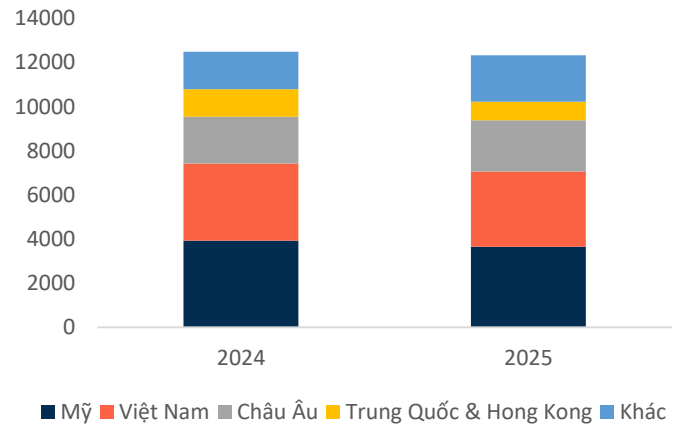
3. Hoạt động kinh doanh

Đóng góp doanh thu



Nguồn: VHC, FNS research

Cơ cấu doanh thu theo lãnh thổ



Nguồn: VHC, FNS research

Măng phi lê đông lạnh & các sản phẩm khác

Cá tra phi lê đông lạnh và các sản phẩm cá tra liên quan, vẫn là trụ cột doanh thu. Tuy nhiên, mảng này có tính chu kỳ cao, biên lợi nhuận của mảng này chịu sự ảnh hưởng đồng thời bởi hai biến số vĩ mô độc lập: chi phí nguyên liệu đầu vào (cụ thể là giá thức ăn chăn nuôi và cá giống) và sức cầu tiêu thụ phụ thuộc vào lạm phát và thu nhập khả dụng của người tiêu dùng toàn cầu.

Collagen & gelatin

Đây là mảng có quy mô nhỏ hơn cá tra fillet nhưng được xem là đóng góp lợi nhuận quan trọng. Collagen & gelatin là một trong những lợi thế cạnh tranh then chốt và là mảng đóng góp lợi nhuận đáng kể. Mảng này đóng góp khoảng 6-7% tổng doanh thu, biên lợi nhuận gộp của C&G thường xuyên duy trì ở mức cực kỳ ấn tượng, dao động từ 30% đến 34%, vượt xa biên lợi nhuận của các sản phẩm thực phẩm thông thường

Sản phẩm giá trị gia tăng

VHC đã đẩy mạnh surimi cá tra, sản phẩm chế biến sâu, hàng salmon value-added tại Vĩnh Phước, cùng các sáng kiến tối ưu hóa phụ phẩm. Đáng chú ý là Lucky Bag từ surimi cá tra đoạt giải đổi mới tại Global Seafood Expo, cho thấy định hướng khác biệt hóa sản phẩm đang đi đúng hướng.

Măng phụ trợ và mở rộng hệ sinh thái

Gồm thức ăn thủy sản (Feed One), phụ phẩm, thực phẩm gạo – bún – bánh tráng – bánh phồng (qua Sa Giang/Hoàn Ngọc/Thành Ngọc), và thị trường nội địa. Điểm quan trọng là các mảng này không chỉ bổ sung doanh thu mà còn hỗ trợ mô hình tích hợp: feed cải thiện tự chủ chi phí; phụ phẩm giúp tối đa hóa giá trị con cá; thực phẩm gạo và snack giúp giảm phụ thuộc tuyệt đối vào chu kỳ cá tra. Việc Vĩnh Hoàn sở hữu nhà máy thức ăn Feed One với tỷ lệ chuyển đổi thức ăn (FCR) ưu việt ở mức 1.44 – vượt trội so với mức trung bình ngành là 1.6 – đã cấp cho doanh nghiệp một lợi thế chi phí tuyệt đối.

Thị trường Mỹ

Mỹ là thị trường tiêu chuẩn cao, giá bán thường tốt hơn, đồng thời là nơi VHC có vị thế mạnh nhờ lịch sử hiện diện lâu năm và lợi thế thuế chống bán phá giá. DOC của Mỹ trong kỳ rà soát POR19 tiếp tục ghi nhận VHC hưởng mức thuế 0%. Hành vi khách hàng tại Mỹ chuộng các sản phẩm phi lê cá thịt trắng, không mùi bunn, tính tiện dụng cao. Kênh phân phối được chia làm hai mảng chính: kênh dịch vụ thực phẩm (food service) như nhà hàng, bệnh viện, trường học thông qua các nhà cung cấp

không lồ như Sysco, US Foods chiếm khoảng 40%; và kênh bán lẻ trực tiếp (retail) qua các đại siêu thị như Walmart, Target chiếm khoảng 60%

Thị trường khu vực EU

EU là thị trường khắt khe về tiêu chuẩn chất lượng, truy xuất nguồn gốc và phát triển bền vững. Nhưng đây cũng là nơi VHC có thể tận dụng EVFTA và xu hướng thiếu hụt một số nguồn thịt cá trắng cạnh tranh. Các lệnh trừng phạt liên quan đến xung đột Nga - Ukraine và các giới hạn về hạn ngạch đánh bắt đã làm thắt chặt nghiêm trọng nguồn cung cá thịt trắng đánh bắt tự nhiên. Hành vi tiêu dùng tại EU đang trải qua một sự dịch chuyển cấu trúc: người tiêu dùng ngày càng tìm kiếm các nguồn protein thủy sản có giá cả phải chăng, đặc biệt khi lạm phát kéo dài và chính sách thắt chặt tiền tệ bào mòn sức mua của các hộ gia đình (chỉ số CPI tại EU tháng 12/2025 neo ở mức 2.3%).

Thị trường Trung Quốc & Hồng Kông

Trung Quốc & Hồng Kông có quy mô tiêu thụ lớn nhưng thường biến động mạnh hơn về nhu cầu, cạnh tranh giá và sức mua. Trong năm 2025, doanh thu của VHC tại thị trường Trung Quốc sụt giảm 34%, chỉ đạt 1,248 tỷ đồng. Sự suy yếu này tiếp tục kéo dài vào quý 4/2025 với mức giảm 36% số lượng đơn đặt hàng. Quy mô tiêu thụ thủy sản tại Trung Quốc vô cùng lớn nhưng vô cùng phân mảnh, và người tiêu dùng có xu hướng chuộng cá nguyên con hoặc cá quá lứa (>1.2 kg/con) – một loại kích cỡ không nằm trong quy chuẩn phi lê cao cấp (0.8-0.9 kg/con) mà VHC thiết lập cho thị trường Âu - Mỹ

Thị trường nội địa

Việt Nam là thị trường nhỏ hơn xét trên lịch sử xuất khẩu của VHC nhưng ngày càng đáng chú ý trong vai trò vùng đệm doanh thu, giúp giảm phụ thuộc vào biến động bên ngoài. Kể từ năm 2024, VHC ghi nhận nhiều thời điểm doanh thu nội địa đứng thứ hai chỉ sau Mỹ. Vĩnh Hoàn đang tích cực thâm nhập thị trường 100 triệu dân này thông qua thương hiệu BASAmaster, đưa các sản phẩm tiện lợi (đã tẩm ướp, chế biến sẵn) vào kệ hàng các chuỗi siêu thị. Dù quy mô đóng góp đang ở mức cao, rào cản tăng trưởng tại thị trường nội địa nằm ở việc người tiêu dùng Việt Nam có thói quen cố hữu là tiêu thụ thủy sản tươi sống truyền thống ở các chợ dân sinh, đòi hỏi doanh nghiệp phải đầu tư ngân sách marketing rất lớn để thay đổi hành vi tiêu dùng sang thực phẩm đông lạnh

Mức độ khác biệt hóa của sản phẩm Vĩnh Hoàn so với các đối thủ không nằm ở hương vị, mà nằm ở bộ tiêu chuẩn chứng nhận khắt khe như ASC, BAP và GlobalGAP được duy trì xuyên suốt chuỗi cung ứng. Việc đảm bảo khả năng truy xuất nguồn gốc tuyệt đối này chính là giấy thông hành để bước vào các kệ hàng siêu thị bán lẻ cao cấp tại Mỹ và EU, nơi các đối thủ nhỏ hơn không đủ tiềm lực tài chính để đáp ứng chi phí tuân thủ.

4. Chiến lược hoạt động

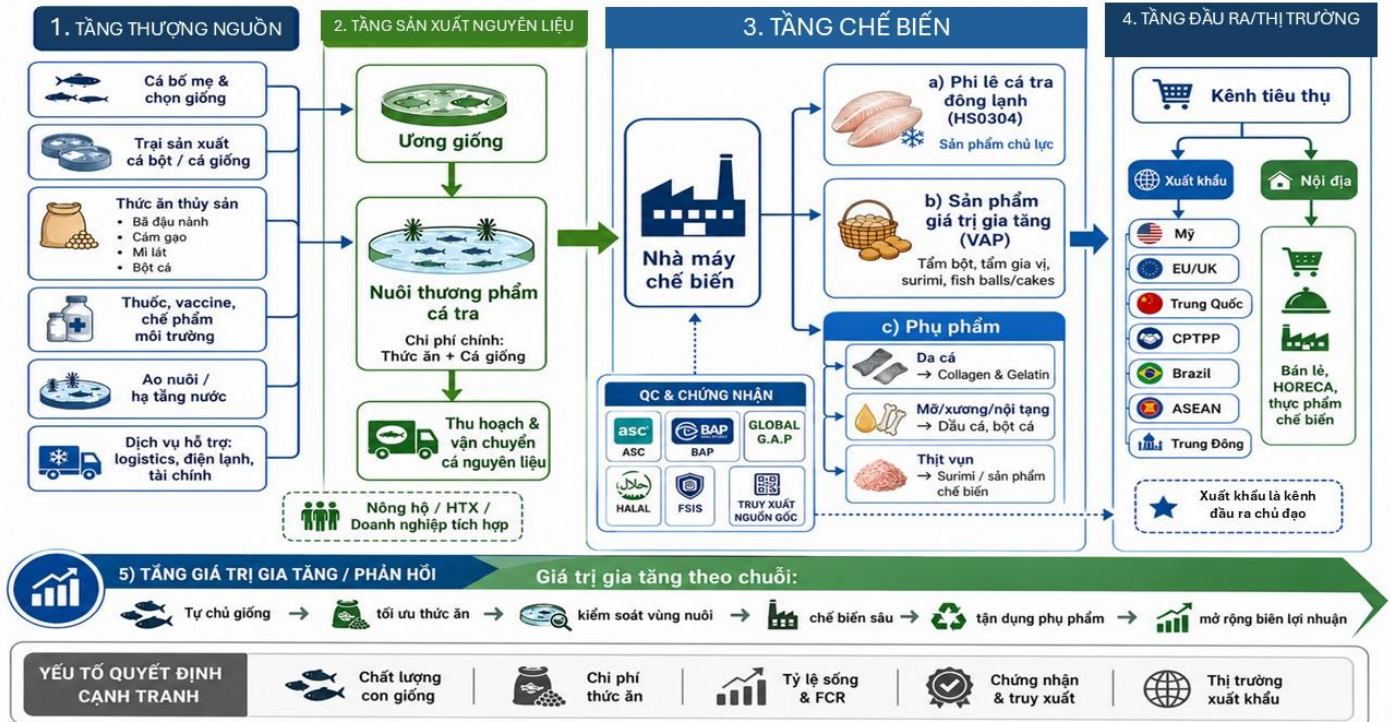
Mô hình kinh doanh cốt lõi của Vĩnh Hoàn được kiến tạo dựa trên nguyên lý "Kinh tế tuần hoàn và Chuỗi giá trị khép kín", bao gồm việc nghiên cứu và sản xuất cá giống chất lượng cao, phối trộn thức ăn thủy sản với công thức tối ưu tại Feed One, nuôi trồng tại các vùng nuôi đạt chuẩn phát triển bền vững quốc tế (như ASC, BAP, GlobalGAP), cho đến chế biến sâu tại hệ thống nhà máy tự động hóa.

Điểm ưu việt cốt lõi của mô hình này là không tạo ra bất kỳ một sinh khối phế thải nào. Cụ thể, phần thịt cá (phi lê) chiếm 30% trọng lượng được xử lý cấp đông để xuất khẩu làm thực phẩm cao cấp; phần da cá được tách riêng và chuyển đến nhà máy C&G để thủy phân thành collagen và gelatin; các phụ phẩm còn lại bao gồm mỡ cá, vây, xương và nội tạng được đưa vào các tháp gia nhiệt để xử lý thành bột cá giàu đạm, mỡ cá tinh luyện phục vụ xuất khẩu hoặc quay vòng làm nguyên liệu đầu vào cho ngành công nghiệp thức ăn chăn nuôi.

II. Tổng quan ngành

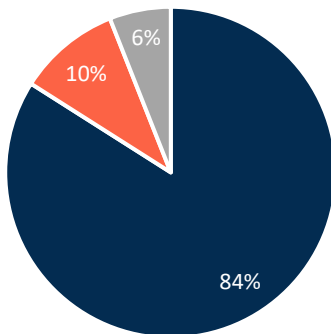
1. Chuỗi giá trị ngành

CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH CÁ TRÀ VIỆT NAM



a- Nguyên vật liệu đầu vào

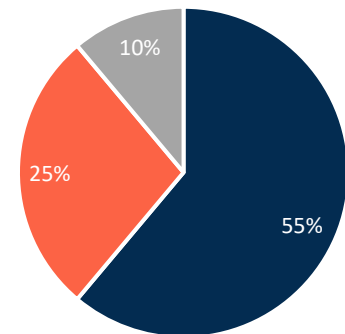
Chi phí nguyên liệu



■ Thức ăn cá tra ■ Cá giống ■ Thuốc, nhân công, khấu hao, khác

Nguồn: VASEP, FNS research

Cơ cấu chi phí thức ăn chăn nuôi

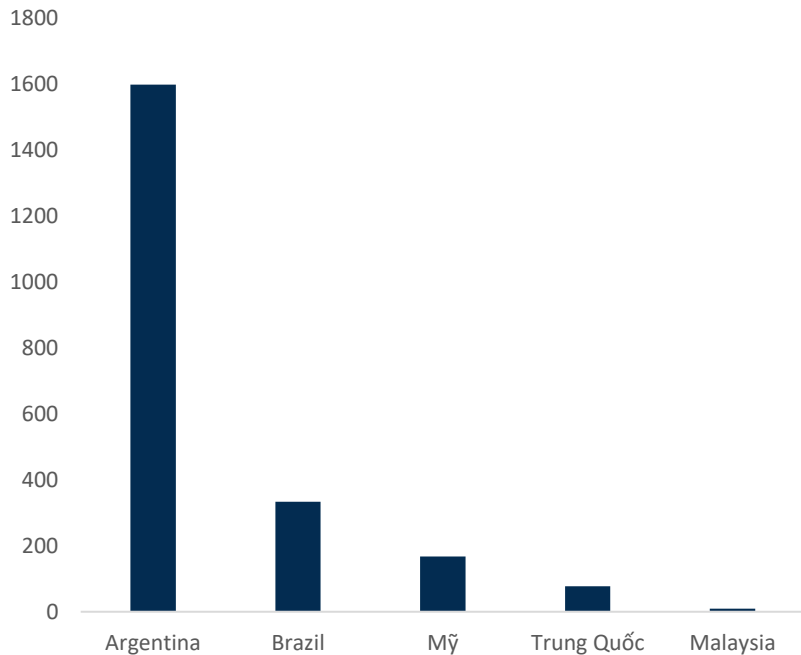


■ Bã đậu nành ■ Cám gạo ■ Khác

Nguồn: VASEP, FNS research

Chi phí đầu vào của ngành chăn nuôi cá tra chịu ảnh hưởng chủ yếu bởi thức ăn và cá giống. Trong cơ cấu chi phí nuôi cá tra, thức ăn chiếm khoảng 84%, trong đó bã đậu nành và cám gạo lần lượt chiếm khoảng 55% và 25% chi phí thức ăn. Trong năm 2025, giá bã đậu nành và cám gạo nhìn chung hạ nhiệt so với giai đoạn đỉnh 2021–2022, hỗ trợ chi phí thức ăn. Tuy nhiên, lợi ích này bị bù trừ đáng kể bởi cú tăng mạnh của giá cá giống: giá cá tra giống loại 30 con/kg đã tăng lên 55,000–58,000 đồng/kg trong nửa cuối năm 2025, gấp đôi so với đầu năm.

Giá trị nhập khẩu bã đậu nành 2024 (Triệu \$)



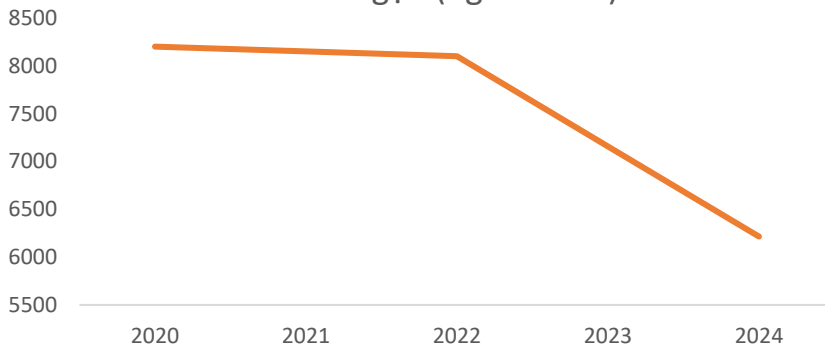
Nguồn: OEC, Funan research

Thành phần cốt lõi đầu tiên là bã đậu nành (Soybean Meal), chiếm khoảng 55% cơ cấu chi phí sản xuất thức ăn. Đây là nguồn cung cấp protein thực vật chủ đạo giúp cá sinh trưởng nhanh. Các nhà sản xuất thức ăn thủy sản tại Việt Nam phụ thuộc nặng nề vào nguồn bã đậu nành nhập khẩu, chủ yếu từ thị trường Argentina và Brazil. Nguyên nhân của sự phụ thuộc này xuất phát từ việc khu vực Nam Mỹ sở hữu nguồn cung dồi dào, chiếm khoảng 65% sản lượng xuất khẩu toàn cầu, giúp giá thành nhập khẩu thường thấp hơn tới 50% so với việc tìm kiếm các nguồn cung cấp protein thực vật thay thế trong nước. Do đó, giá thành cá tra Việt Nam bị neo chặt vào điều kiện thời tiết, chu kỳ thu hoạch và chính sách xuất khẩu của khu vực Nam Mỹ

Việt Nam phụ thuộc lớn vào nguồn bã đậu nành nhập khẩu, trong đó Argentina là nhà cung cấp chủ đạo, chiếm khoảng 73% kim ngạch nhập khẩu soybean meal năm 2024, theo sau là Brazil và Mỹ. Do đó, chi phí thức ăn cá tra chịu ảnh hưởng trực tiếp từ mùa vụ đậu tương Nam Mỹ, giá bã đậu nành toàn cầu, chi phí logistics và biến động tỷ giá USD/VND.

Thành phần quan trọng thứ hai là cám gạo (Rice Bran), chiếm khoảng 25% cơ cấu chi phí thức ăn. Khác với bã đậu nành, cám gạo được khai thác hoàn toàn từ chuỗi cung ứng nội địa tại Đồng bằng sông Cửu Long. Yếu tố chi phối giá cám gạo phụ thuộc trực tiếp vào năng suất thu hoạch lúa gạo hàng năm, điều kiện thủy văn, hạn mặn và các chính sách an ninh lương thực quốc gia.

Giá cám gạo (nghìn VND)



Nguồn: AgroMonitor, Funan research

Giá cám gạo chịu ảnh hưởng chủ yếu từ sản lượng lúa và hoạt động xay xát tại ĐBSCL, do đây là phụ phẩm của quá trình chế biến gạo. Trong giai đoạn 2023–2024, nguồn cung lúa phục hồi giúp giá cám gạo giảm còn 6,215 đồng/kg cuối năm 2024, thấp hơn 23.9% so với năm 2022. Tuy nhiên, giá cám gạo vẫn có thể biến động theo rủi ro thời tiết như hạn hán, xâm nhập mặn, cũng như chu kỳ giá lúa gạo và nhu cầu thức ăn chăn nuôi – thủy sản

Cá giống chỉ chiếm khoảng 10% trong tổng cơ cấu chi phí nuôi trồng, nhưng lại là biến số rủi ro sinh học lớn nhất quyết định sự thành bại của một chu kỳ sản xuất. Tỷ lệ sống của cá giống cực kỳ nhạy cảm với

chất lượng nguồn gen, mật độ thả nuôi và đặc biệt là các điều kiện môi trường cực đoan. Trong giai đoạn 2017-2018, ngành cá tra đã phải đối mặt với một cuộc khủng hoảng sinh học nghiêm trọng khi tỷ lệ hao hụt cá giống lên tới mức 95%. Mức độ tử vong khổng lồ này đã đẩy chi phí sản xuất biên lên mức kỷ lục, bào mòn biên lợi nhuận của người nông dân và gây ra tình trạng thiếu hụt nguyên liệu trầm trọng. Tuy nhiên, sự can thiệp của các chính sách vĩ mô đã bước đầu mang lại hiệu quả. Giai đoạn từ năm 2019 đến 2024, thông qua việc triển khai "[Đề án liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp chất lượng cao vùng Đồng bằng sông Cửu Long](#)", tỷ lệ hao hụt đã được kiểm soát và kéo giảm xuống mức trung bình 87%. Đề án này tập trung vào việc nâng cao chất lượng nguồn gen từ Viện Nghiên cứu Nuôi trồng Thủy sản II, cung cấp cá bột chất lượng cao cho các trung tâm giống vệ tinh, qua đó tăng sức đề kháng của vật nuôi và ổn định nguồn cung cho các nhà máy chế biến.

Bên cạnh đó, dầu cá và bột cá cũng là những chất xúc tác dinh dưỡng không thể thiếu. Mặc dù ngành cá tra có thể tận dụng một phần bột cá từ chính phụ phẩm nội bộ, nhưng biến động của thị trường bột cá toàn cầu vẫn tác động gián tiếp đến giá thành thức ăn tổng hợp

Giai đoạn	Động lực Vĩ mô và Thị trường	Diễn biến Giá Bã Đậu Nành & Cám Gạo	Diễn biến Giá Cá Giống
2018-2019	Chu kỳ tăng trưởng nóng của ngành cá tra, tiếp nối bởi sự dư thừa nguồn cung toàn cầu.	Dao động ở mức trung bình, chuỗi cung ứng logistics toàn cầu hoạt động ổn định.	Đạt đỉnh năm 2018 do tỷ lệ hao hụt 95%, sau đó giảm mạnh năm 2019 do dư cung.
2020-2021	Đại dịch COVID-19 gây đứt gãy chuỗi cung ứng, cước vận tải biển tăng phi mã. Nhu cầu chăn nuôi chững lại.	Bắt đầu xu hướng tăng do chi phí logistics nhập khẩu từ Nam Mỹ đội lên mức kỷ lục.	Chạm đáy do nhu cầu tái thả nuôi sụt giảm mạnh, hoạt động sản xuất bị đình trệ bởi các lệnh phong tỏa.
2022	Xung đột địa chính trị, lạm phát toàn cầu và hạn hán nghiêm trọng tại Nam Mỹ làm sụt giảm sản lượng nông sản.	Bã đậu nành lập đỉnh lịch sử đạt 14,486 VND/kg. Chi phí thức ăn đạt mức cao nhất mọi thời đại.	Tăng mạnh do nhu cầu tái thả nuôi bùng nổ sau đại dịch nhằm đón đầu xu hướng phục hồi.
2023-2024	Sản lượng thu hoạch tại Brazil và Argentina phục hồi. Thời tiết tại ĐBSCL thuận lợi cho vụ lúa.	Bã đậu nành giảm 17%, lùi về 12,015 VND/kg. Cám gạo giảm 23.9%, lùi về 6,215 VND/kg.	Tăng cao hơn 39% so với giai đoạn đại dịch do thời tiết cực kỳ thuận lợi, tỷ lệ chết lên cao, gây khan hiếm cục bộ.

b- Khâu sản xuất

Sản xuất Fillet (Cá phi lê đông lạnh)

Nguyên liệu cá sống được tiếp nhận, cắt tiết, phi lê (lấy hai miếng thịt bên mạn sườn), lạng da, chỉnh hình để loại bỏ mỡ và thịt đỏ, sau đó đưa qua hệ thống quay thuốc để giữ ẩm và cấp đông theo phương pháp IQF (Individual Quick Freezing) hoặc cấp đông Block. Tỷ lệ thu hồi thịt phi lê tinh chế thường chỉ dao động từ 30% đến 35% trọng lượng cá nguyên con. Giá trị gia tăng trong khâu này tương đối thấp do đây là mặt hàng hàng hóa cơ bản (commodity). Cơ cấu chi phí của công nghệ này bị chi phối hoàn toàn bởi giá cá nguyên liệu, trong khi chi phí nhân công trực tiếp cũng đang có xu hướng tăng cao do tình trạng thiếu hụt lao động phổ thông tại khu vực ĐBSCL. Biên lợi nhuận gộp cho sản phẩm thành phẩm thường nhạy cảm và biến động từ 16.5% đến 29.6% tùy thuộc vào chu kỳ giá xuất khẩu.

Công nghệ sản xuất Surimi

Nhánh công nghệ này ra đời nhằm giải quyết vấn đề của khối lượng thịt vụn (chiếm tỷ trọng không nhỏ dính trên xương sụn và xương sống) bị loại bỏ trong quá trình phi lê. Thông qua phương pháp chuyển dịch pH (pH-shift process), các phần cắt bỏ (cut-offs) và thịt sẫm màu được hòa tan trong dung dịch kiềm (pH tối ưu ở mức 12) và sau đó được kết tủa trở lại để thu hồi mạng lưới protein tinh khiết (myofibrillar proteins). Quy trình này mang lại hiệu suất thu hồi protein cực kỳ ấn tượng từ 83.0% đến 88.9%, đồng thời loại bỏ hơn 90% hàm lượng lipid và 85% hàm lượng tro. Chất lượng protein phân lập (Fish Protein Isolates - FPI) thu được có độ trắng cao, không có mùi tanh, trở thành nguyên liệu nền hoàn hảo để sản xuất thanh cua giả, chả cá tẩm gia vị và cá viên. Về mặt tài chính, công nghệ Surimi biến một dòng phụ phẩm có giá trị thấp thành sản phẩm thương mại có giá trị cao, tối ưu hóa triệt để chi phí chìm của nguyên liệu đầu vào.

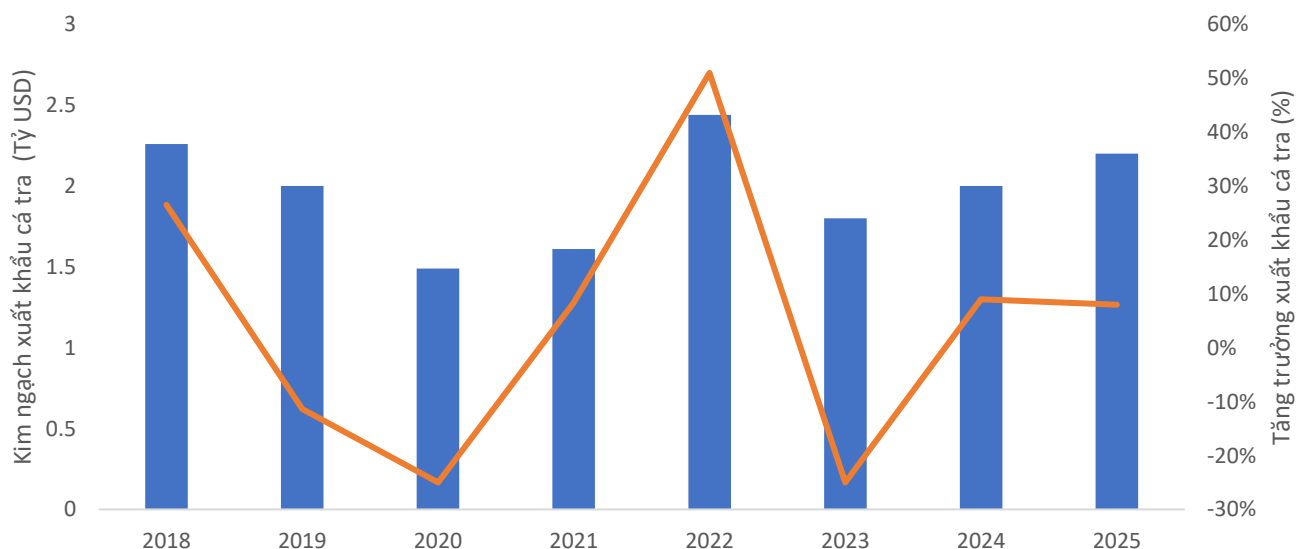
Công nghệ chiết xuất Collagen và Gelatin

Da cá tra, trước đây chỉ được bán rẻ để làm nguyên liệu chế biến thức ăn chăn nuôi, nay được phân lập thông qua công nghệ thủy phân tiên tiến. Quá trình xử lý bằng nước nóng và các enzyme chuyên dụng phá vỡ tính toàn vẹn của cấu trúc chuỗi xoắn ba (triple-helical structure) trong mô liên kết của da cá, biến đổi chúng thành các chuỗi peptide hòa tan đơn lẻ. Gelatin thu được có khả năng tạo gel mạnh mẽ ứng dụng trong công nghiệp thực phẩm và dược phẩm, trong khi Collagen thủy phân (với trọng lượng phân tử cực nhỏ) có độ hấp thụ sinh học (bioavailability) vượt trội, cao hơn gấp 1.5 lần so với collagen chiết xuất từ heo hay bò. Hơn nữa, Collagen cá tra hoàn toàn không vướng phải các rào cản về tôn giáo (chứng nhận Halal/Kosher) hay nguy cơ lây truyền bệnh lý từ động vật trên cạn.

Công nghệ sản xuất bột cá và dầu cá

Phần đầu, xương và nội tạng còn lại sau khi chiết xuất protein và da được đưa vào hệ thống ép, sấy nhiệt li tâm để sản xuất bột cá giàu đạm và dầu cá tinh luyện giàu Omega-3. Các sản phẩm này được quay vòng trở lại làm nguyên liệu cho nhà máy thức ăn chăn nuôi, hoàn thiện chu trình kinh tế tuần hoàn khép kín.

c- Sản xuất cá tra là ngành có tính chu kỳ cao



Nguồn: VASEP, Funan research

Sản phẩm quan trọng nhất của ngành vẫn là fillet cá tra đông lạnh. VASEP cho biết đến cuối tháng 7/2023, fillet đông lạnh HS0304¹ chiếm khoảng 82% cơ cấu xuất khẩu, whole fish và các dạng đông lạnh khác khoảng 16%, còn giá trị gia tăng chỉ khoảng 2%. Đến 2025, pangasius fillet vẫn là sản phẩm áp đảo, còn

¹ HS code: Là mã dùng để phân loại hàng hóa trong thương mại quốc tế.
HS03: Nhóm thủy sản tươi / đông lạnh / sơ chế đơn giản

nhóm HS16² tuy tăng nhanh nhưng tỷ trọng vẫn nhỏ. Bên cạnh đó, ngành còn bán các sản phẩm giá trị gia tăng như breaded/seasoned fillet, surimi, fish balls/cakes; và ở tầng tận dụng phụ phẩm, sản phẩm đi ra gồm dầu cá, bột cá, da cá, bong bóng cá, collagen và gelatin.

Năm 2018 đánh dấu những bước khởi sắc trong kim ngạch xuất khẩu toàn ngành, phá vỡ cột mốc 2.2 tỷ USD, tăng 26.5% so với năm trước. Động lực bứt phá đến từ hiệu ứng chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, khiến dòng chảy thủy sản từ Trung Quốc vào Mỹ bị đánh thuế cao, tạo khoảng trống hoàn hảo cho cá tra Việt Nam lấp đầy. Hơn nữa, việc Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA) công nhận hệ thống kiểm soát an toàn thực phẩm của Việt Nam đã tháo gỡ một rào cản kỹ thuật khổng lồ.

Sau chu kỳ suy giảm do tình trạng dư cung năm 2019 và sự tê liệt logistics toàn cầu trong đại dịch COVID-19 (2020-2021), thị trường đã chứng kiến một cú nổ lớn vào năm 2022. Lực cầu bị dồn nén kết hợp với tâm lý hoảng loạn tích trữ hàng hóa (front-loading) trước bóng ma lạm phát của các nhà nhập khẩu phương Tây đã đẩy kim ngạch xuất khẩu vọt lên mức \$2.44 tỷ USD. Giá xuất khẩu sang Mỹ neo ở mức đỉnh \$4 - 5 USD/kg, mang lại biên lợi nhuận cao chưa từng có cho các doanh nghiệp.

Hệ quả của việc nhập khẩu ồ ạt là lượng tồn kho tại Mỹ và EU phình to quá mức, trong khi sức mua của người tiêu dùng bị bào mòn bởi chính sách thắt chặt tiền tệ của FED và Ngân hàng Trung ương Châu Âu. Doanh thu của các doanh nghiệp xuất khẩu đồng loạt lao dốc. Vĩnh Hoàn chứng kiến doanh thu sụt giảm xuống còn \$10,033 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận bốc hơi nghiêm trọng. Tình trạng đóng băng kéo dài đến giữa năm 2024, trước khi lượng tồn kho cạn kiệt bắt đầu kích hoạt một chu kỳ bổ sung hàng hóa mới. Kết thúc năm 2024, kim ngạch xuất khẩu phục hồi về mốc \$2 tỷ USD, ghi nhận mức tăng trưởng 9% so với năm 2023.

Yếu tố làm ảnh hưởng đến giá thành sản phẩm đầu ra

Yếu tố ảnh hưởng	Diễn giải
Tồn kho và hành vi mua của nhà nhập khẩu	Năm 2022, Mỹ nhập hàng rất mạnh, đẩy giá thành lên cao. Sang 2023, khi lượng hàng tồn kho dư thừa tăng cao, buộc phải xả tồn kho giá cao, khiến xuất khẩu Việt Nam vào Mỹ suy yếu kéo dài. Sang 2024, khi tồn kho thấp hơn 2022–2023, khách hàng bắt đầu restocking và giá cải thiện.
Cầu tiêu dùng cuối cùng	Ảnh hưởng mạnh bởi lạm phát và thu nhập khả dụng tại Mỹ/EU. Khi lạm phát thực phẩm cao, người tiêu dùng chuyển sang sản phẩm rẻ hơn; đây vừa là rủi ro của thủy sản nói chung, vừa là cơ hội của cá tra vì cá tra rẻ hơn cod/pollock/haddock.
Nguồn cung cá thịt trắng cạnh tranh	VASEP cho biết cú sốc Nga–Ukraine đã làm nguồn cung cá thịt trắng thiếu hụt, giúp cá tra tăng thị phần; ngược lại, khi pollock/cod/tilapia cạnh tranh mạnh hơn, giá fillet cá tra chịu áp lực
Chính sách thương mại và hàng rào kỹ thuật	Mức thuế, anti-dumping, kiểm soát FSIS, yêu cầu chứng nhận môi trường và truy xuất nguồn gốc đều đi vào giá bán ròng của doanh nghiệp. VASEP trong năm 2025 liên tục nhấn mạnh rủi ro thuế quan tại Mỹ, đồng thời ghi nhận một số giai đoạn xuất khẩu có động cơ “front-loading” trước thời điểm chính sách thay đổi. Đồng thời, chính VASEP cũng cho rằng tăng tỷ trọng hàng chế biến sâu/HS16 sẽ giúp giảm phụ thuộc vào biến động giá cá nguyên liệu và giảm rủi ro từ thuế quan tốt hơn.

Các thị trường quan trọng đối với ngành

² HS16: Nhóm thực phẩm chế biến từ cá/thịt (sản phẩm giá trị gia tăng)

Thị trường	Vai trò trong xuất khẩu cá tra	Sản phẩm tiêu thụ chính	Đặc điểm giá bán	Yếu tố ảnh hưởng đến giá bán
Mỹ	Một trong các thị trường giá trị cao nhất; năm 2025 xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Mỹ đạt khoảng 325 triệu USD.	Chủ yếu là fillet đông lạnh HS0304, bán qua food service, nhà hàng, siêu thị và kênh phân phối hiện đại.	Giá xuất khẩu sang Mỹ cao hơn khoảng 40% so với các thị trường khác, nhưng đi kèm rào cản cao về FSIS, Farm Bill và thuế chống bán phá giá.	Tồn kho nhà nhập khẩu, thuế chống bán phá giá, thuế đối ứng, lạm phát thực phẩm, sức mua người tiêu dùng, cạnh tranh với tilapia Trung Quốc, pollock/cod/haddock. Năm 2025, VASEP cho rằng xuất khẩu sang Mỹ giảm do tác động thuế đối ứng 20% và lượng hàng tồn cao.
EU / UK	Thị trường giá trị cao nhưng tăng trưởng chậm; năm 2025 xuất khẩu sang EU đạt khoảng 175 triệu USD, giảm nhẹ 1% YoY.	Chủ yếu là fillet tiêu chuẩn cao, một phần sản phẩm chế biến/GTGT; khách hàng chú trọng chứng nhận, truy xuất nguồn gốc, tiêu chuẩn bền vững.	Giá thường cao hơn thị trường giá rẻ như Trung Quốc/ASEAN do yêu cầu kỹ thuật và ESG cao hơn.	EVFTA/UKVFTA giúp cá tra Việt Nam hưởng thuế suất thuận lợi; tuy nhiên giá phụ thuộc vào nhu cầu tiêu dùng EU, lạm phát, tiêu chuẩn môi trường, chứng nhận ASC/BAP , và cạnh tranh từ cá thịt trắng tự nhiên. EVFTA và UKVFTA giúp cá tra Việt Nam hưởng thuế 0%, nhưng cần đáp ứng tiêu chuẩn khắt khe.
Trung Quốc & Hong Kong	Thị trường lớn nhất toàn ngành; năm 2025 đạt gần 560 triệu USD, chiếm gần 30% trong tháng 12/2025.	Không chỉ fillet mà còn cá nguyên con, cá đông lạnh khác, cá size lớn. Trung Quốc tiêu thụ cả cá 0.85–1 kg/con và cá quá lứa >1.2 kg/con, trong khi Mỹ/EU chủ yếu yêu cầu 0.85–1 kg/con.	Giá thấp hơn Mỹ/EU. Tỷ trọng cá nguyên con xuất sang Trung Quốc tăng từ 21% lên 46% giai đoạn 2022–2024, trong khi cá nguyên con có giá thấp hơn khoảng 20% so với fillet.	Kinh tế Trung Quốc, tiêu dùng nhà hàng, chính sách Zero COVID trước đây, tồn kho kênh phân phối, cạnh tranh giá giữa doanh nghiệp Việt Nam, khẩu vị tiêu thụ cá nguyên con/size lớn.
CPTPP	Tăng trưởng mạnh; năm 2025 đạt khoảng 367 triệu USD, tăng 34% YoY; các thị trường lớn gồm Mexico, Anh, Colombia.	Fillet đông lạnh, sản phẩm chế biến, sản phẩm tiện lợi; tùy thị trường trong khối như Nhật, Canada, Mexico, Anh.	Giá ở mức trung bình – khá, phụ thuộc thị trường cụ thể. Nhật/Canada/Anh thường yêu cầu tiêu chuẩn cao hơn Mexico/Colombia.	Ưu đãi thuế từ CPTPP/UKVFTA, nhu cầu sản phẩm tiện lợi, an toàn, truy xuất nguồn gốc, cạnh tranh từ cá thịt trắng khác. VASEP ghi nhận CPTPP vượt Mỹ trong 2 tháng đầu 2025, đạt 53 triệu USD, tăng 42% YoY.
Brazil / Nam Mỹ	Năm 2025 Brazil đạt khoảng 176 triệu USD, tăng 36% YoY, là một trong các thị	Chủ yếu vẫn là fillet cá tra đông lạnh. VASEP ghi nhận Brazil hiện vẫn chủ yếu nhập khẩu cá tra phi lê đông lạnh.	Giá thường thấp hơn Mỹ/EU nhưng sản lượng tăng tốt; thị trường nhạy cảm với giá.	Thu nhập người tiêu dùng, tỷ giá BRL/USD, giá protein thay thế, chi phí logistics đường biển, mức độ chấp nhận cá tra trong kênh bán lẻ/food service.

	trường tăng nhanh nhất.			
ASEAN	Năm 2025 đạt khoảng 203 triệu USD, tăng 20% YoY.	Fillet, cá đông lạnh khác, sản phẩm phù hợp khẩu vị khu vực; Thái Lan, Philippines, Malaysia, Singapore là các điểm đến quan trọng.	Giá thường trung bình/thấp hơn Mỹ/EU nhưng chi phí logistics thấp hơn.	Khoảng cách địa lý, chi phí logistics, khẩu vị tương đồng, thu nhập trung lưu, cạnh tranh giá, nhu cầu HORECA ³ và bán lẻ.
Trung Đông	Năm 2025 đạt khoảng 176 triệu USD, tăng 19% YoY.	Fillet đông lạnh, sản phẩm đông lạnh phổ thông; yêu cầu halal ở một số thị trường.	Giá trung bình, phụ thuộc nhiều vào cạnh tranh giá và kênh phân phối.	<u>Tiêu chuẩn halal</u> , nhu cầu protein giá rẻ, giá đầu/thu nhập khu vực, logistics, cạnh tranh từ cá trắng khác.

2- Các dự phóng tích cực về ngành chăn nuôi cá tra

Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên Hợp Quốc (FAO) và Ngân hàng Rabobank đều đưa ra dự báo lạc quan cho sản lượng cá tra trong ngắn hạn.

Động lực chính cho dự phóng này là một loạt các yếu tố xúc tác mang tính cấu trúc. Tại thị trường Mỹ, việc chính quyền mới đe dọa áp mức thuế cực đoan lên tới 145% (bao gồm thuế Đạo luật IEEPA, thuế đối ứng và thuế bổ sung) đối với cá rô phi nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ tạo ra một lợi thế tuyệt đối cho cá tra Việt Nam. Kể cả khi cá tra bị áp mức thuế đối ứng tối đa 46% sau thời gian hoãn thuế, mặt hàng này vẫn giữ vững ngôi vương về giá cả cạnh tranh so với cá rô phi. Hơn nữa, sắc lệnh 14068 mở rộng của Mỹ cấm nhập khẩu cá Minh Thái (Pollock) có nguồn gốc từ Nga cũng đang làm thu hẹp nguồn cung cá thịt trắng, tạo khoảng trống dư địa khổng lồ cho sản phẩm thay thế là cá tra. Tại thị trường Châu Âu, việc tận dụng các lộ trình cắt giảm thuế quan theo Hiệp định EVFTA và UKFTA sẽ giúp cá tra mở rộng thị phần tại các thị trường mới nổi như Đức, Ý và Thụy Sĩ. Khối CPTPP và các quốc gia Mỹ Latinh (đặc biệt là Brazil và Colombia) cũng được FAO đánh giá là điểm sáng tăng trưởng bền vững nhờ sự chuyển dịch trong thói quen tiêu dùng hướng tới nguồn protein giá rẻ.

3- Số lượng doanh nghiệp đông đảo nhưng thị phần tập trung

Trong 10 tháng đầu năm 2024 có tới 448 doanh nghiệp tham gia xuất khẩu cá tra. Tuy nhiên, phân bổ thị phần cho thấy nhóm dẫn đầu vẫn có khoảng cách đáng kể: Vĩnh Hoàn đứng đầu với 14% tổng giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam, tiếp theo là Vạn Đức Tiền Giang khoảng 5.33%, IDI khoảng 4.38% và Nam Việt khoảng 3.31%.

Sự khắc nghiệt của các rào cản thương mại, đòi hỏi dòng vốn khổng lồ để duy trì chứng chỉ ESG, cùng với những đợt suy thoái chu kỳ đã loại bỏ dần các cơ sở chế biến nhỏ lẻ, thiếu năng lực tài chính. Dữ liệu cho thấy Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất hiện đang kiểm soát hơn 53% tổng giá trị kim ngạch xuất khẩu của toàn ngành.

4- Nhóm chiến lược ngành

³ HORECA: Viết tắt của Hotel-Restaurant-Catering. Nhu cầu từ kênh tiêu thụ dịch vụ ăn uống và lưu trú

Nhóm chiến lược	Đại diện tiêu biểu	Lợi thế cạnh tranh	Hàm ý khi so sánh với VHC
1. Tích hợp dọc mạnh, dẫn đầu về chất lượng và thị trường giá trị cao	Vĩnh Hoàn (VHC)	VHC cạnh tranh bằng chuỗi giá trị khép kín, gồm vùng nuôi, thức ăn, giống, chế biến, phụ phẩm và C&G. VHC có tỷ lệ tự chủ cá tra nguyên liệu khoảng 70% năm 2024, vùng nuôi đạt chứng nhận quốc tế, Feed One cung cấp thức ăn cho vùng nuôi tự chủ, FCR ⁴ đạt 1.44, thấp hơn trung bình ngành 1.6; chi phí nuôi vùng tự chủ thấp hơn vùng thông thường khoảng 7–10%.	VHC không cạnh tranh bằng giá rẻ nhất mà bằng chất lượng, chứng nhận, khả năng giao hàng ổn định và thị trường giá trị cao.
2. Tích hợp dọc mạnh, cạnh tranh bằng tự chủ nguyên liệu và quy mô chi phí	Nam Việt (ANV / Navico)	ANV cạnh tranh bằng mức tự chủ rất cao, được ghi nhận đạt 100% tự chủ cá tra nguyên liệu từ năm 2017	ANV là đối thủ cạnh tranh trực tiếp ở năng lực tự chủ, nhưng khác VHC ở chỗ định vị thiên về quy mô nguyên liệu và kiểm soát chi phí, trong khi VHC thiên về thị trường cao cấp + sản phẩm giá trị gia tăng.
3. Tích hợp chuỗi theo mô hình tập đoàn, liên kết vùng nuôi – thức ăn – chế biến	IDI / Sao Mai Group	IDI cạnh tranh bằng hệ sinh thái của Sao Mai Group: vùng nuôi liên kết, nhà máy chế biến, thức ăn Sao Mai Superfeed. VASEP cho biết IDI có công suất khoảng 100,000 tấn cá nguyên liệu/năm, trong 10T2024 hoàn thành gần 90% kế hoạch sản xuất nguyên liệu, trong đó 80% đến từ vùng nuôi liên kết; Sao Mai Superfeed đang nâng công suất lên 500,000 tấn/năm để khép kín chuỗi nuôi – chế biến – xuất khẩu.	IDI nằm giữa VHC và nhóm chế biến thuần túy: có tích hợp chuỗi nhưng định vị chưa “premium” như VHC; lợi thế nằm ở quy mô, liên kết vùng nuôi và mạng lưới tập đoàn.
4. Doanh nghiệp chế biến – xuất khẩu mạnh, cạnh tranh bằng thị trường/ngách khách hàng	Biển Đông, Vạn Đức Tiền Giang, NTSF, Hùng Cá 6	Nhóm này thường cạnh tranh bằng quan hệ khách hàng, năng lực chế biến, chứng nhận xuất khẩu và khả năng thích ứng thị trường, hơn là sở hữu chuỗi khép kín tuyệt đối. VASEP ghi nhận Vạn Đức Tiền Giang vào Top 5 những năm gần đây, xuất khẩu năm 2024 tăng khoảng 40% so với 2023; Biển Đông duy trì Top 5 nhiều năm nhờ khả năng thích ứng và chất lượng sản phẩm, dù năm 2024 bị Trường Giang thay thế trong Top 5.	Nhóm này là đối thủ ở từng thị trường cụ thể, nhưng thường khó có lợi thế như VHC nếu thiếu tự chủ nguyên liệu và sản phẩm phụ trợ có biên cao.
5. Doanh nghiệp cạnh tranh theo giá	Trường Giang, Đại	Điểm mạnh là giá bán cạnh tranh, linh hoạt sản phẩm, phù hợp thị	Đây không phải sân chơi ưu tiên của VHC. VHC

⁴ FCR: là chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sử dụng thức ăn trong nuôi cá tra. FCR càng thấp cho thấy doanh nghiệp có khả năng tối ưu chi phí tốt hơn

và thị trường dễ tiếp cận	Thành, một phần IDI/ANV tại Trung Quốc	trường ít rào cản hơn. Tại Trung Quốc, VHC khó mở rộng vì giá bán cao hơn Trường Giang, Đại Thành khoảng 10–15%; thị phần năm 2024 tại Trung Quốc lần lượt gồm Trường Giang khoảng 10%, Đại Thành 9%, ANV 6%, Hùng Cá 6 6%, VHC 5%, IDI 4%.	chấp nhận thị phần Trung Quốc thấp hơn để giữ định vị ở Mỹ/EU, nơi giá bán và tiêu chuẩn cao hơn.
6. Doanh nghiệp tạo giá trị từ phụ phẩm và sản phẩm chuyên biệt	VHC Collagen & Gelatin; Sa Giang trong hệ sinh thái VHC	Cạnh tranh bằng gia tăng giá trị trên cùng một đơn vị cá nguyên liệu. Với C&G, VHC tự chủ 100% da cá tra, trong khi da cá là nguyên liệu thô chiếm khoảng 82% chi phí sản xuất C&G; nhà máy C&G của VHC có công suất thiết kế 3,500 tấn, chiếm khoảng 75% tổng công suất tại Việt Nam.	Đây là lợi thế khác biệt nhất của VHC so với phần lớn ngành.

5- Khả năng làm giá

	Mức độ áp lực	Diễn giải	FNS ghi chú
1. Rào cản gia nhập	Trung bình – Cao	Rào cản không chỉ nằm ở nhà máy chế biến, mà ở việc đồng thời sở hữu/kiểm soát vùng nuôi, nguồn cung ổn định, chứng nhận quốc tế, truy xuất nguồn gốc và hồ sơ thuế chống bán phá giá.	VHC có lợi thế rõ nhờ chuỗi giá trị tích hợp, vùng nuôi đạt chuẩn và lịch sử thuế thấp tại Mỹ, giúp duy trì vị thế tại phân khúc chất lượng cao.
2. Quyền lực nhà cung cấp	Trung bình	Nếu chỉ xét hộ nuôi độc lập, quyền lực nhà cung cấp không quá lớn do nguồn cung phân tán. Tuy nhiên, nếu mở rộng sang thức ăn, con giống và logistics, quyền lực nhà cung cấp tăng lên đáng kể vì đây là các biến số chi phí then chốt.	VHC giảm áp lực nhà cung cấp nhờ tích hợp dọc: tự chủ một phần vùng nuôi, thức ăn, giống và kiểm soát chất lượng đầu vào tốt hơn doanh nghiệp mua ngoài.
3. Quyền lực khách hàng	Cao	Nhà nhập khẩu có nhiều lựa chọn nhà cung cấp cá tra, đồng thời có thể thay thế một phần bằng tilapia, cod, pollock, haddock hoặc các loài whitefish khác. Người mua thường có quyền ép giá, yêu cầu chứng nhận, lịch giao hàng và tồn kho an toàn.	VHC chịu áp lực đàm phán từ khách hàng lớn, nhưng giảm rủi ro nhờ uy tín tại Mỹ/EU, khả năng đáp ứng tiêu chuẩn cao và chất lượng ổn định.
4. Đe dọa từ sản phẩm thay thế	Trung bình – Cao	Cá tra cạnh tranh trực tiếp với các loại cá thịt trắng khác như tilapia Trung Quốc, Alaska pollock, cod, haddock và hake. Khi giá các sản phẩm thay thế tăng, cá tra hưởng lợi; ngược lại, khi nguồn cung thay thế rẻ hơn, cá tra chịu áp lực.	VHC hưởng lợi khi cá tra có lợi thế giá so với cá thịt trắng khác, đặc biệt tại EU/Mỹ; tuy nhiên cần theo dõi giá whitefish toàn cầu và nguồn cung tilapia Trung Quốc.
5. Cạnh tranh nội bộ ngành	Cao, mang tính chu kỳ	Ngành có nhiều doanh nghiệp xuất khẩu, cạnh tranh mạnh về giá và thị trường. Vấn đề không hẳn là dư thừa công suất cố định, mà là thừa – thiếu công suất hữu dụng theo chu kỳ do biến động giá cá nguyên liệu, tồn kho nhập khẩu và nhu cầu cuối cùng.	VHC có lợi thế phòng thủ tốt hơn nhờ quy mô, chất lượng, thị trường cao cấp và sản phẩm giá trị gia tăng; tuy nhiên biên lợi nhuận fillet vẫn biến động theo chu kỳ ngành.

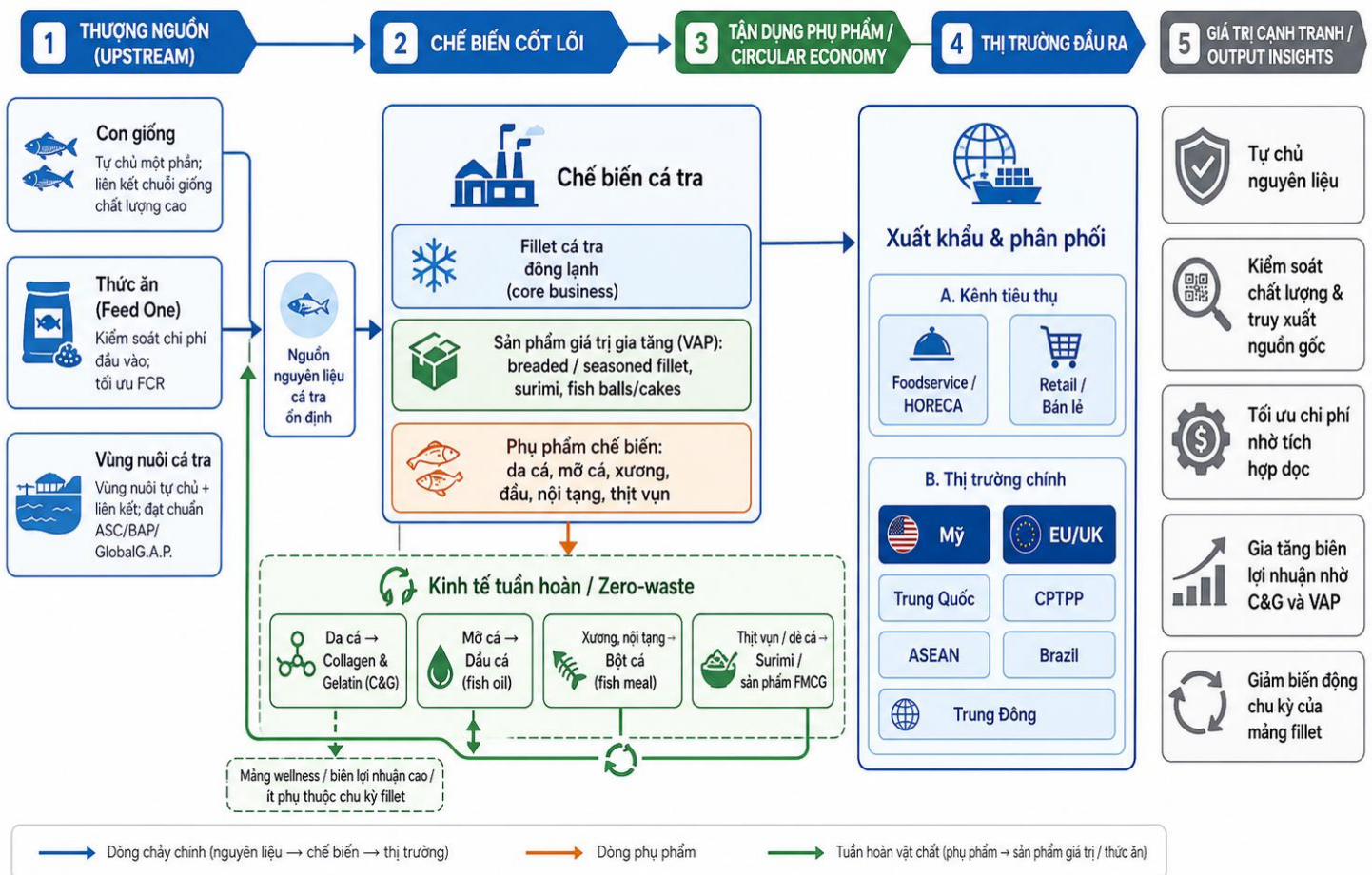
Ngành cá tra xuất khẩu có cấu trúc cạnh tranh không quá hấp dẫn nếu nhìn ở phân khúc fillet tiêu chuẩn do quyền lực khách hàng cao, cạnh tranh nội bộ lớn và biên lợi nhuận mang tính chu kỳ. Tuy nhiên, các doanh nghiệp tích hợp dọc mạnh như VHC có khả năng phòng thủ tốt hơn nhờ kiểm soát một phần nguyên liệu, đáp ứng tiêu chuẩn thị trường cao cấp và mở rộng sang sản phẩm giá trị gia tăng như collagen & gelatin.

III . Hoạt động kinh doanh của VHC

1- Chuỗi giá trị của doanh nghiệp

Sơ đồ chuỗi giá trị của Vĩnh Hoàn (VHC)

Mô hình tích hợp dọc và tuần hoàn – tối ưu giá trị trên mỗi đơn vị cá tra nguyên liệu



Vĩnh Hoàn (VHC) đã chuyển dịch từ mô hình chế biến thủy sản truyền thống sang một hệ sinh thái tích hợp dọc và tuần hoàn, ứng dụng công nghệ thực phẩm và sinh học nhằm tối ưu hóa giá trị trên mỗi đơn vị nguyên liệu. Mô hình này cho phép doanh nghiệp không chỉ gia tăng doanh thu mà còn xây dựng các lớp biên lợi nhuận bổ trợ, qua đó hình thành lợi thế cạnh tranh bền vững trong một ngành mang tính chu kỳ cao.

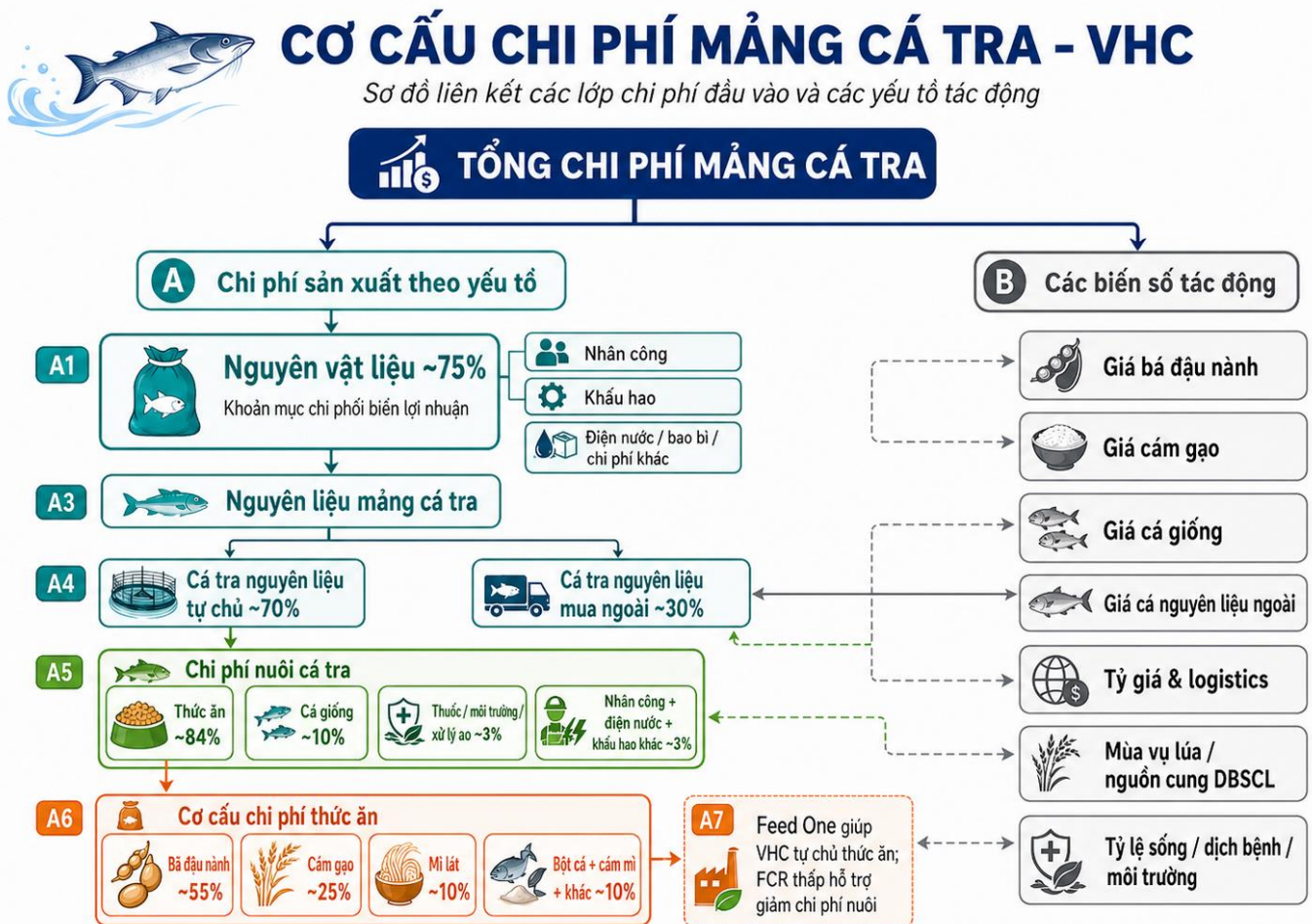
Cơ cấu doanh thu của VHC được phân tầng rõ rệt. Fillet cá tra đông lạnh vẫn đóng vai trò là dòng tiền cốt lõi, trong khi các sản phẩm giá trị gia tăng (VAP) như cá tẩm, surimi giúp mở rộng sang kênh foodservice và bán lẻ với mức giá cao hơn. Đáng chú ý, mảng collagen & gelatin (C&G) từ phụ phẩm cá tra đóng vai trò như một trụ cột tăng trưởng mới với biên lợi nhuận cao, ít phụ thuộc vào biến động giá cá nguyên liệu, qua đó giúp ổn định lợi nhuận toàn doanh nghiệp.

VHC vận hành theo mô hình zero-waste, tối đa hóa giá trị từ 100% nguyên liệu đầu vào. Trong đó, chỉ khoảng 30–35% khối lượng cá được chế biến thành fillet, phần còn lại được tái chế thành các sản phẩm có giá trị cao hơn như collagen peptide, surimi, dầu cá và bột cá. Chuỗi giá trị này được khép kín thông qua hệ thống nội bộ, đặc biệt là nhà máy thức ăn Feed One, giúp nâng cao hiệu quả sử dụng tài nguyên và tạo ra lợi thế chi phí đáng kể

Việc tích hợp dọc toàn chuỗi từ con giống, thức ăn, vùng nuôi đến chế biến và phân phối giúp VHC giảm thiểu rủi ro từ biến động cung cầu nguyên liệu, đồng thời hạn chế chi phí giao dịch và phụ thuộc vào bên thứ ba. Quan trọng hơn, mô hình này cho phép doanh nghiệp kiểm soát chặt chẽ chất lượng và truy xuất nguồn gốc, đáp ứng các tiêu chuẩn khắt khe tại các thị trường xuất khẩu chủ lực như Mỹ và EU

a- Đầu vào

Đầu vào là yếu tố quan trọng của ngành cá tra, quyết định hơn 80% cấu trúc giá vốn hàng bán (COGS) của doanh nghiệp.



Con giống

Yếu tố đầu tiên và cũng là cốt lõi của sinh học nuôi trồng là con giống (Hatchery). Chất lượng con giống quyết định trực tiếp đến tỷ lệ sống sót, khả năng kháng bệnh và hệ số chuyển đổi thức ăn (FCR) của cá thương phẩm. Nhận thức được rủi ro từ việc con giống thoái hóa trôi nổi trên thị trường, VHC đã thành lập Công ty TNHH Sản xuất Giống Cá tra Vĩnh Hoàn, đầu tư hàng chục tỷ đồng để tham gia trực tiếp vào "Đề án liên kết sản xuất

giống cá tra 3 cấp chất lượng cao" tại Đồng bằng sông Cửu Long. Tính đến năm 2024 và 2025, công ty đã đẩy mạnh mở rộng các trại cá giống nước ngọt, ứng dụng công nghệ di truyền để chọn lọc các cá thể bố mẹ ưu tú nhất. Tầm quan trọng của việc tự chủ con giống càng được bộc lộ rõ nét trong nửa cuối năm 2025, khi giá cá giống trên thị trường tự do tăng sốc lên tới 67% so với cùng kỳ năm trước do tỷ lệ hao hụt cao từ thời tiết bất lợi. Việc tự chủ một phần nguồn gen không chỉ giúp VHC làm phẳng biên độ biến động chi phí mà còn tối ưu hóa năng suất sinh học trên mỗi hecta mặt nước

Thức ăn thủy sản

Trong cơ cấu giá thành nuôi cá tra, chi phí thức ăn chiếm một tỷ trọng áp đảo lên tới 84%. Để không bị phụ thuộc vào các tập đoàn thức ăn chăn nuôi đa quốc gia và sự biến động của giá nông sản thế giới (như khô đậu nành, cám gạo), VHC đã vận hành nhà máy thức ăn thủy sản Feed One. Nhà máy này đóng vai trò như trung tâm kiểm soát chi phí của tập đoàn. Trong năm 2024, Feed One đã hoàn tất giai đoạn đầu tư mở rộng quy mô, chính thức đưa vào vận hành dây chuyền thứ 4, nâng tổng công suất thức ăn thủy sản lên 450,000 tấn/năm. Tham vọng của VHC chưa dừng lại ở đó, công ty đã khởi động dự án nâng công suất lên 550,000 tấn/năm, dự kiến hoàn thành vào quý 4 năm 2026.

Điểm nổi bật nhất chứng minh sức mạnh kỹ thuật của Feed One là việc duy trì hệ số chuyển đổi thức ăn (FCR) ở mức 1.44 (tức là chỉ cần 1.44 kg thức ăn để tạo ra 1 kg cá thịt), một mức tối ưu vượt bậc so với hệ số trung bình của toàn ngành là 1.6. Hơn thế nữa, trong bối cảnh các tiêu chuẩn Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) ngày càng khắt khe, việc sử dụng bột cá khai thác từ đại dương đang đối mặt với nhiều chỉ trích. Để đón đầu xu hướng này, vào tháng 2/2024, VHC đã ký kết thỏa thuận chiến lược mang tính bước ngoặt với Entobel, cam kết thu mua 15,000 tấn đạm côn trùng (chiết xuất từ ấu trùng ruồi lính đen) trong giai đoạn 2025-2027 để thay thế dần bột cá truyền thống. Bước đi này không chỉ giảm áp lực lên hệ sinh thái đại dương mà còn đảm bảo một nguồn protein ổn định, chất lượng cao, miễn nhiễm với sự biến đổi của các ngư trường tự nhiên

Vùng nuôi và năng lực tự chủ nguyên liệu

VHC sở hữu quỹ đất nuôi trồng khổng lồ, tăng dần từ 620 hecta lên gần 800 hecta trải dài qua các tỉnh Đồng Tháp, An Giang, Bến Tre và Long An. Quy mô này cho phép VHC đáp ứng được khoảng 70% tổng nhu cầu cá nguyên liệu của các nhà máy chế biến. Việc duy trì một tỷ lệ tự chủ cao giúp VHC cách ly bảng cân đối kế toán khỏi những cơn sốc giá nguyên liệu trên thị trường tự do, đảm bảo nguồn cung liên tục cho các hợp đồng giao hàng kỳ hạn với đối tác quốc tế. Đồng thời, các vùng nuôi của VHC được quản lý chặt chẽ theo các quy chuẩn sinh thái, duy trì mật độ thả nuôi tối ưu và kiểm soát nghiêm ngặt các thông số môi trường nước (DO, pH, nhiệt độ) nhằm hạn chế dịch bệnh và sử dụng thuốc kháng sinh.

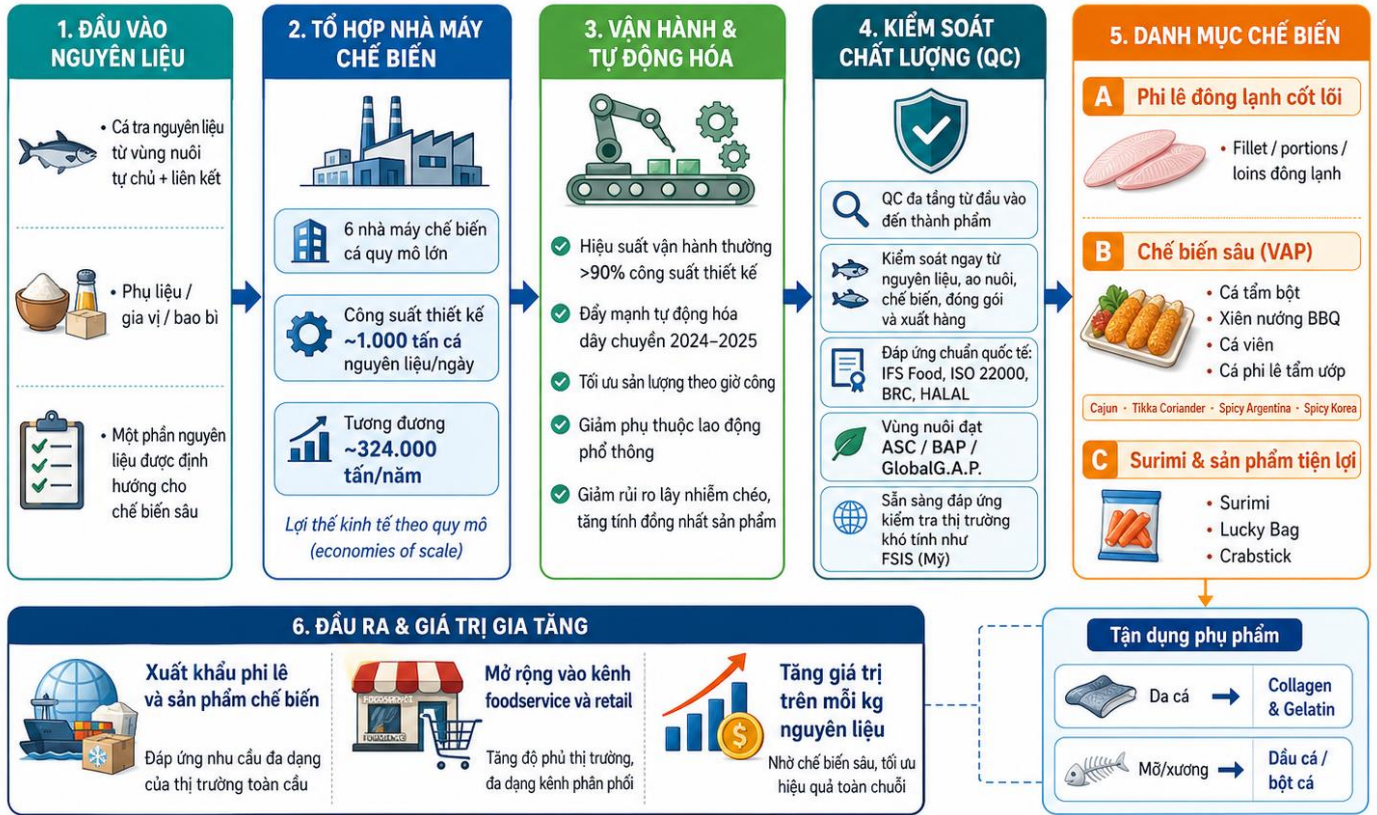
Hoạt động thu mua ngoài

Phần 30% nguyên liệu còn lại được VHC linh hoạt thu mua thông qua các hợp đồng bao tiêu với các nông hộ và hợp tác xã liên kết. Cách tiếp cận "70-30" này mang lại hai lợi ích chiến lược lớn. Thứ nhất, nó giúp công ty chia sẻ rủi ro tài chính và tránh tình trạng giam vốn quá mức (overcapitalization) vào tài sản cố định (hồ nuôi) trong những giai đoạn nhu cầu thị trường thế giới đi xuống. Thứ hai, nó mang lại tính linh hoạt cao để mở rộng sản lượng sản xuất ngay lập tức khi thị trường phục hồi mà không cần phải chờ đợi chu kỳ nuôi từ 6 đến 8 tháng. Để đảm bảo chất lượng cá mua ngoài đồng nhất với cá tự nuôi, VHC đã thiết lập hệ thống chuyên giao kỹ thuật, hỗ trợ nông hộ liên kết quy trình canh tác và đồng hành cùng họ trong việc đạt các chứng nhận quốc tế như ASC hay BAP. Tuy nhiên, mô hình này cũng đi kèm với rủi ro chi phí. Điển hình như trong quý 4/2025, do nguồn cung cá đạt chuẩn xuất khẩu trên thị trường tự do khan hiếm, VHC đã buộc phải gia tăng tỷ lệ thu mua ngoài với giá cao, điều này đã gây áp lực trực tiếp làm giảm nhẹ biên lợi nhuận gộp trong kỳ.

b- Sản xuất

SƠ ĐỒ TỔNG KẾT HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT CỦA VHC

Từ nguyên liệu đầu vào đến chế biến, kiểm soát chất lượng và sản phẩm đầu ra



Thông điệp chính: VHC sở hữu hệ thống sản xuất quy mô lớn, vận hành hiệu quả, QC chặt chẽ và năng lực chế biến sâu giúp gia tăng biên lợi nhuận.

Về quy mô nhà máy và công suất, Tập đoàn hiện đang vận hành một tổ hợp gồm 6 nhà máy chế biến cá quy mô lớn (bao gồm nhà máy chính tại Đồng Tháp, Vạn Đức Tiền Giang, Thanh Bình Đồng Tháp và Vĩnh Phước). Tổ hợp này sở hữu tổng công suất thiết kế cực kỳ ấn tượng, đạt mức 1,000 tấn cá nguyên liệu mỗi ngày, tương đương khoảng 324,000 tấn/năm. Đây là năng lực xử lý tập trung lớn nhất trong ngành cá tra toàn cầu, tạo ra lợi thế kinh tế theo quy mô (economies of scale) rõ rệt giúp VHC giảm thiểu chi phí cố định trên mỗi đơn vị sản phẩm đầu ra.

Hiệu suất vận hành tại các nhà máy của VHC luôn được duy trì ở cường độ rất cao, ước tính thường xuyên đạt trên 90% công suất thiết kế. Trong giai đoạn 2024-2025, một trong những chiến lược cốt lõi của VHC là đẩy mạnh tự động hóa sâu rộng vào toàn bộ chuỗi dây chuyền chế biến. Việc tích hợp các hệ thống cơ giới hóa hiện đại không chỉ giúp công ty giải quyết bài toán thiếu hụt lao động phổ thông trong tương lai, tối ưu hóa năng suất trên mỗi giờ công, mà còn giảm thiểu đến mức thấp nhất các rủi ro lây nhiễm chéo vi sinh vật từ sự can thiệp của con người, qua đó bảo đảm tính đồng nhất tuyệt đối của sản phẩm.

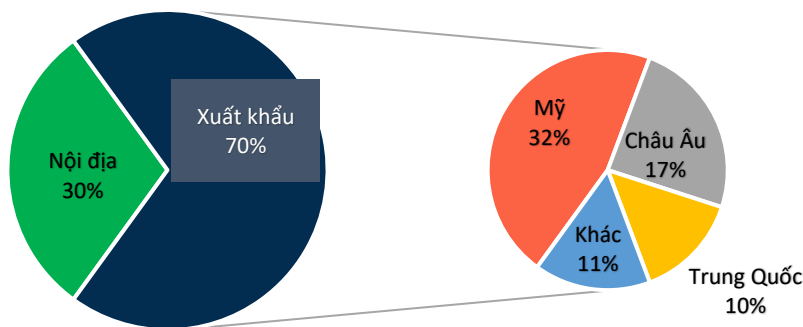
Quy trình kiểm soát chất lượng (QC) của VHC được tổ chức theo một cấu trúc bảo vệ đa tầng. Ngay từ khâu tiếp nhận nguyên liệu, cá sống được kiểm tra nội ký sinh và đánh giá cảm quan nghiêm ngặt trước khi đưa vào băng chuyền. Hệ thống QC của VHC tuân thủ các khung tiêu chuẩn khắt khe nhất của Tổ chức Y tế Thế giới (WHO), và đạt hàng loạt chứng nhận chất lượng quốc tế bao gồm IFS Food, ISO 22000, BRC, và HALAL. Về mặt canh tác bền vững, gần 80% diện tích vùng nuôi của công ty đã được cấp chứng nhận quốc tế uy tín như ASC (Aquaculture Stewardship Council), BAP (Best Aquaculture Practices) và GlobalGAP. Đặc biệt đối với thị trường khó tính như Hoa Kỳ, các cơ sở xuất khẩu của VHC phải trải qua quá trình kiểm tra, giám sát và phê duyệt liên tục từ Cơ quan Kiểm dịch và An toàn Thực phẩm Mỹ (FSIS thuộc Bộ Nông nghiệp Mỹ - USDA).

Việc vượt qua các vòng kiểm tra này mà không gặp trở ngại pháp lý đã chứng minh mức độ hoàn thiện vượt bậc của hệ thống QC tại VHC.

Năng lực chế biến sâu (Deep Processing) là mũi nhọn tiếp theo giúp VHC thoát khỏi định vị của một nhà cung cấp nguyên liệu thô. Thay vì chỉ giới hạn ở phi lê cắt khối (portions) hay cắt miếng (loins) đông lạnh, VHC đã đầu tư mạnh mẽ để nâng cấp dây chuyền nhằm sản xuất các sản phẩm Giá trị gia tăng (VAP) cao cấp. Danh mục sản phẩm chế biến sâu của công ty hiện bao gồm hàng loạt SKU đa dạng: cá tẩm bột chiên xù, cá xiên nướng BBQ, cá viên, và đặc biệt là các dòng cá phi lê tẩm ướp hương vị quốc tế đa dạng như Cajun kiểu KFC, Tikka Coriander, Spicy Argentina, hay Spicy Korea. Đáng chú ý nhất, sự ra đời của nhà máy sản xuất Surimi đã cho phép VHC tận dụng các mảng thịt vụn (trimming) để định hình thành các sản phẩm tiêu dùng sáng tạo như "Lucky Bag" (túi tiền may mắn) hay thanh giả cua (Crabstick), giúp thâm nhập sâu vào các chuỗi bán lẻ hiện đại với biên lợi nhuận cao hơn hẳn so với phi lê thông thường

c- Đầu ra-bán hàng

Cơ cấu doanh thu theo vùng lãnh thổ



Nguồn: VHC, Funan research

Cơ cấu doanh thu của VHC cho thấy mức độ phụ thuộc cao vào thị trường quốc tế, với khoảng 70% doanh thu đến từ xuất khẩu và 30% từ thị trường nội địa. Trong đó, Mỹ là thị trường chủ lực khi đóng góp khoảng 32% tổng doanh thu, tiếp đến là châu Âu (17%) và Trung Quốc (10%), phần còn lại thuộc về các thị trường khác. Cơ cấu này phản ánh chiến lược tập trung vào các thị trường có giá trị gia tăng cao như Mỹ và EU, qua đó hỗ trợ mức giá bán và biên lợi nhuận tốt hơn so với các doanh nghiệp thiên về thị trường giá thấp.

Thị trường Hoa Kỳ

Đây là thị trường trụ cột không thể thay thế của VHC. Doanh thu tại Mỹ chiếm tỷ trọng lớn nhất, dao động từ 32% đến 55% tổng kim ngạch xuất khẩu tùy thuộc vào từng chu kỳ kinh tế. Tại đây, VHC thống trị tuyệt đối với khoảng 45% thị phần lượng tiêu thụ cá tra xuất xứ từ Việt Nam. Mô hình phân phối tại Mỹ được chia làm hai nhánh rõ rệt: Kênh phân phối truyền thống (Foodservice) chiếm khoảng 40% doanh thu, thông qua các siêu nhà cung cấp thực phẩm khổng lồ như Sysco và US Foods; và Kênh phân phối hiện đại (Retail) chiếm khoảng 60% doanh thu, cung ứng trực tiếp cho các đại siêu thị như Walmart, Target. Việc làm việc trực tiếp với các "đại gia" bán lẻ này giúp VHC kiểm soát được biên lợi nhuận và nhận được những dự báo nhu cầu chính xác hơn.

Thị trường Châu Âu (EU) & Vương quốc Anh (UK)

Thị trường này đóng góp khoảng 15-17% tổng doanh thu của tập đoàn. Tại Châu Âu, VHC đã khẳng định vị thế dẫn đầu với việc nắm giữ 11% thị phần tại khối EU và một con số áp đảo lên tới 85% thị phần xuất khẩu cá tra tại UK. Sự mở rộng tại đây được thúc đẩy mạnh mẽ nhờ lợi thế thuế quan 0% được hưởng từ các Hiệp định thương mại tự do (EVFTA và UKVFTA) và xu hướng người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu, chuyển dịch sang các nguồn protein giá rẻ chất lượng cao để thay thế cá thịt trắng khai thác tự nhiên.

Thị trường Trung Quốc:

Đóng góp khoảng 10-13% doanh thu, thị trường này mang một màu sắc hoàn toàn khác. Trong khi phần lớn các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam đang bị cuốn vào cuộc chiến giá rẻ bằng cách xuất khẩu cá nguyên con cỡ lớn (quá lứa >1.2kg/con) sang Trung Quốc, VHC lại chọn một chiến lược khôn ngoan hơn. Công ty chỉ duy trì khoảng 5% thị phần tại đây và tập trung chuyên biệt vào phân khúc cung cấp cá tra phi lê kích thước chuẩn (0.8-0.9 kg/con) cho các chuỗi nhà hàng cao cấp và dịch vụ ăn uống, từ chối tham gia vào phân khúc hàng hóa cấp thấp.

Thị trường nội địa

Doanh thu từ thị trường nội địa (chiếm khoảng 28% tổng doanh thu mảng cá tra) đã chứng kiến sự tăng trưởng ấn tượng với CAGR đạt 33.5% trong giai đoạn 2020-2024. Mũi nhọn tấn công chính là thương hiệu thực phẩm đông lạnh tiện lợi BASAmaster. Các sản phẩm tẩm ướp sẵn, dễ dàng chế biến của BASAmaster hiện đã phủ sóng thành công tại 17 trên tổng số 19 chuỗi siêu thị lớn nhất toàn quốc. Nắm bắt xu hướng đô thị hóa và thói quen nấu nướng giảm thiểu thời gian của người tiêu dùng trẻ, VHC dự báo doanh thu nội địa sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ ở mức 14.4%/năm trong giai đoạn 2025-2029.

d- Tận dụng phụ phẩm

Về giá trị thu hồi từ phụ phẩm, cần lưu ý rằng sau khi lọc lấy phần thịt phi lê, khoảng 65% trọng lượng sinh học của con cá (vây, xương, mỡ, đầu, nội tạng, da) sẽ còn lại. Tại VHC, không có bất kỳ bộ phận nào bị lãng phí. Phần lớn phụ phẩm này được thu gom và vận chuyển đến nhà máy chế biến phụ phẩm để đun nấu, chiết xuất ra mỡ cá (fish oil) và bột cá (fish meal). Các nguyên liệu này một mặt được xuất khẩu hoặc bán cho các nhà máy thức ăn chăn nuôi, mặt khác được quay vòng sử dụng làm nguyên liệu đầu vào thiết yếu cho chính nhà máy Feed One của tập đoàn. Tỷ trọng doanh thu từ các phụ phẩm sơ chế này chiếm khoảng 15% trong cơ cấu mảng cá tra.

Tuy nhiên, vai trò của Collagen & Gelatin (C&G) mới thực sự là cuộc cách mạng về giá trị. Da cá tra, thay vì được bán thô với giá rẻ mạt, được VHC chuyển vào phân xưởng Vinh Wellness để tiến hành các quá trình thủy phân enzyme phức tạp, chiết xuất ra Collagen peptide và Gelatin. Dù tỷ trọng doanh thu chỉ khiêm tốn ở mức 6% đến 7% tổng doanh thu hợp nhất (đạt khoảng 31 triệu USD trong năm 2024), mảng này lại tạo ra giá trị kinh tế thặng dư khổng lồ. Sản phẩm C&G của VHC có chất lượng vượt trội, với hàm lượng amino acid cao hơn hẳn so với chiết xuất từ da các loại cá thịt trắng khác hay từ gia súc (heo, bò). Điều này giúp sản phẩm thâm nhập sâu vào chuỗi cung ứng dược phẩm, thực phẩm chức năng và mỹ phẩm cao cấp tại các thị trường khó tính như Châu Âu, Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc.

2- Hoạt động kinh doanh theo mảng

a- Mảng fillet đông lạnh

Trong năm 2024, tổng doanh thu hợp nhất của VHC đạt mức ấn tượng 12,513 tỷ đồng (tăng 24.7% YoY), với lợi nhuận sau thuế (LNST) sau lợi ích cổ đông thiểu số (CĐTS) đạt 1,226 tỷ đồng (tăng 33.4% YoY). Mảng phi lê đông lạnh và các sản phẩm liên quan (cá tẩm bột, bột cá, mỡ cá) là đóng góp chính, chiếm tỷ trọng khoảng 88% tổng doanh thu. Bước sang năm 2025, do chịu áp lực lớn từ hiện tượng các nhà nhập khẩu đã đẩy mạnh mua tích trữ hàng hóa từ trước (front-loading effect) kết hợp với tình trạng thiếu hụt nguồn cung cá nguyên liệu trên toàn ngành, doanh thu nhóm sản phẩm này đạt khoảng 10,681 tỷ đồng, giảm 4% YoY. Riêng quý 4/2025, doanh thu nhóm phi lê đông lạnh và các sản phẩm liên quan giảm 10% YoY, chủ yếu do sản lượng xuất khẩu giảm 31% YoY, dù giá bán bình quân vẫn duy trì ở mức tương đối khả quan.

Động lực tăng trưởng sản lượng

Tuy gặp nhiều khó khăn trong năm 2025, động lực phục hồi mảng này đến từ một hiệu ứng thay thế vĩ mô. Nguồn cung các loài cá thịt trắng khai thác tự nhiên trên thế giới đang bị thắt chặt nghiêm trọng. Việc hạn ngạch đánh bắt bị cắt giảm kết hợp với các lệnh trừng phạt quốc tế áp đặt lên mặt hàng cá minh thái của Nga (Nga chiếm nguồn cung lớn về cá minh thái Alaska) đã đẩy giá cá thay thế lên mức kỷ lục (giá cá tuyết phi lê đông lạnh tăng 47%, cá minh thái/cá tuyết chám đen tăng 39% YoY). Đồng thời, các rào cản pháp lý khắc nghiệt áp dụng lên thủy sản khai thác tự nhiên như Đạo luật Bảo vệ Động vật có vú biển (MMPA) của Hoa Kỳ hay cảnh báo thẻ vàng IUU của EU đang buộc các nhà nhập khẩu toàn cầu phải tái cấu trúc chuỗi cung ứng, chuyển hướng ô ạt sang tìm kiếm các sản phẩm cá tra nuôi trồng bền vững, có chứng nhận đầy đủ của VHC.

Động lực tăng trưởng giá bán

Năm 2026, giá bán trung bình xuất khẩu của VHC được dự kiến sẽ tiếp đà gia tăng. Động lực tăng giá này mang bản chất đẩy chi phí. Cụ thể, do điều kiện thời tiết khắc nghiệt gây tỷ lệ hao hụt cao ở cá giống, chi phí cá giống đã tăng bùng nổ lên tới 67% YoY trong nửa cuối năm 2025. Yếu tố này thiết lập một mặt bằng giá cá nguyên liệu mới, cao hơn 12% so với năm 2024, buộc toàn bộ chuỗi cung ứng xuất khẩu phải chuyển tiếp sự gia tăng chi phí này vào giá bán cuối cùng cho các nhà nhập khẩu.

b- Mảng collagen & gelatin (C&G)

Mảng này giúp VHC tiến sâu vào chuỗi cung ứng toàn cầu của ngành dược phẩm, thực phẩm chức năng (Nutraceuticals) và mỹ phẩm cao cấp. Với đặc tính ít nhạy cảm với các đợt suy thoái kinh tế vĩ mô.

Tốc độ tăng trưởng và dư địa mở rộng:

Dù chỉ đóng góp khoảng 6-7% tổng doanh thu hợp nhất (đạt khoảng 772 tỷ đồng trong năm 2024 và 780 tỷ đồng năm 2025), mảng C&G lại sở hữu gia tốc tăng trưởng đáng kinh ngạc. Trong dài hạn, từ năm 2025 đến 2029, mảng C&G được kỳ vọng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) bùng nổ ở mức 23.1%/năm. Dư địa mở rộng là vô cùng thênh thang khi VHC vừa chính thức khánh thành và đưa vào vận hành dây chuyền sản xuất Gelatin mở rộng trong năm 2024. Dây chuyền này bổ sung thêm 3,500 tấn/năm, làm tăng gấp đôi (+100%) năng lực sản xuất hiện tại của nhà máy, tạo tiền đề cung ứng cho các thị trường trọng điểm khát nguyên liệu như EU, Hàn Quốc, Nhật Bản và Trung Quốc. Dự kiến năm 2026, doanh thu mảng C&G sẽ vươn lên mức 898 tỷ đồng (+14.3% YoY).

Biên lợi nhuận

C&G có cấu trúc biên lợi nhuận cao nhất trong toàn bộ hệ sinh thái của VHC. Trong năm 2024, biên lợi nhuận gộp của mảng này lên tới 34.1%, vượt xa mức 13.1% của mảng phi lê. Bước sang năm 2025, biên lợi nhuận gộp của C&G giảm từ 34.1% năm 2024 xuống 30.9% năm 2025, nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với mảng phi lê đông lạnh và các sản phẩm liên quan, vốn chỉ đạt khoảng 14.7%.

c- Các mảng giá trị gia tăng khác

Sản phẩm chế biến sâu (Surimi & VAP)

Nhận thấy dư địa tăng trưởng không lồ từ các sản phẩm ăn liền (Ready-to-Eat/Ready-to-Cook), VHC đã đầu tư nhà máy chế biến Surimi, tận dụng triệt để nguồn thịt vụn cá tra.

Trong năm 2024 và 2025, công ty liên tiếp tung ra thị trường các dòng sản phẩm mang tính đột phá và tiện lợi như "Lucky Bag" (Túi tiền may mắn chế biến từ surimi) và "Protein Pho Fusion" (Bát phở ăn liền giàu đạm,

hâm nóng bằng lò vi sóng). Sự sáng tạo này không chỉ giúp VHC giành được các giải thưởng đổi mới sáng tạo danh giá tại Seafood Expo Global (Barcelona) và Seafood Expo Asia, mà còn mở toang cánh cửa đưa sản phẩm VHC thâm nhập trực tiếp vào các kệ hàng siêu thị cao cấp và cửa hàng tiện lợi toàn cầu, nơi có biên lợi nhuận vượt trội so với bán buôn nguyên liệu thô. Ngoài ra, để tối ưu hóa công suất dây chuyền, VHC đã bước đầu nhập khẩu và gia công chế biến các loại thủy sản có giá trị cao khác như cá hồi (Pink Salmon) và sò điệp.

Mảng nội địa và Sa Giang (Thực phẩm từ gạo)

Trong năm 2025, doanh thu sản phẩm từ gạo đạt 571 tỷ đồng, tăng 5% YoY. Riêng quý 4/2025 đạt 163 tỷ đồng, tăng 14% YoY và 20% QoQ. Kết quả này cho thấy Sa Giang vẫn là mảng hỗ trợ tích cực trong hệ sinh thái VHC, nhưng quy mô còn nhỏ và tốc độ tăng trưởng thực tế năm 2025 thấp hơn so với kỳ vọng mở rộng mạnh ban đầu.

Thương vụ thu mua CTCP Sa Giang (VHC hiện nắm giữ hơn 76% cổ phần) là nước cờ chiến lược để VHC thống lĩnh thị trường thực phẩm khô (bánh phồng tôm, bún, phở, bánh tráng) tại thị trường nội địa và quốc tế.

Với định hướng trẻ hóa thương hiệu, Sa Giang đã thực hiện thay đổi bao bì mới lần đầu tiên sau 60 năm tồn tại, đồng thời ứng dụng công nghệ để ra mắt các dòng snack đa vị (bò cay, gà, chay), hứa hẹn trở thành động lực tăng trưởng doanh thu đáng kể trong tương lai. Việc kết hợp các sản phẩm này cùng mạng lưới phân phối của BASAmaster tiếp tục củng cố chiến lược phòng thủ vững chắc của VHC trên sân nhà.

Mảng Nông sản (Thành Ngọc - TNG Food) và Phụ phẩm

Thông qua công ty con Thành Ngọc, VHC đã chính thức đặt chân vào lĩnh vực nông nghiệp trái cây, giúp đa dạng hóa rủi ro sinh học ngoài ngành thủy sản. Năm 2024, Thành Ngọc đạt doanh thu xuất khẩu hơn 7.4 triệu USD với các dòng sản phẩm chiến lược như trái cây sấy thăng hoa (freeze-dried) và đông lạnh IQF (xoài, dưa lưới, thanh long), chủ yếu thâm nhập các thị trường cao cấp như Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc và New Zealand. Trong năm 2025, VHC tiếp tục giải ngân hàng chục tỷ đồng (CAPEX) để quy hoạch và đầu tư bài bản vào các vùng trồng nguyên liệu chuyên canh nhằm đảm bảo tính tự chủ đầu vào.

Đối với mảng phụ phẩm (mỡ cá, bột cá), doanh thu ước tính đóng góp khoảng 15% tỷ trọng trong mảng cá tra, vừa xuất khẩu thu ngoại tệ vừa cung cấp nguồn nguyên liệu nội bộ giá rẻ cho nhà máy thức ăn Feed One. Tuy nhiên, sang năm 2025, doanh thu từ hoạt động này giảm 24% YoY, góp phần khiến thu nhập khác thuần giảm mạnh trong năm. Việc suy giảm này một phần bị tác động bởi mảng phi lê đông lạnh và các sản phẩm liên quan của VHC giảm do sản lượng xuất khẩu suy yếu.

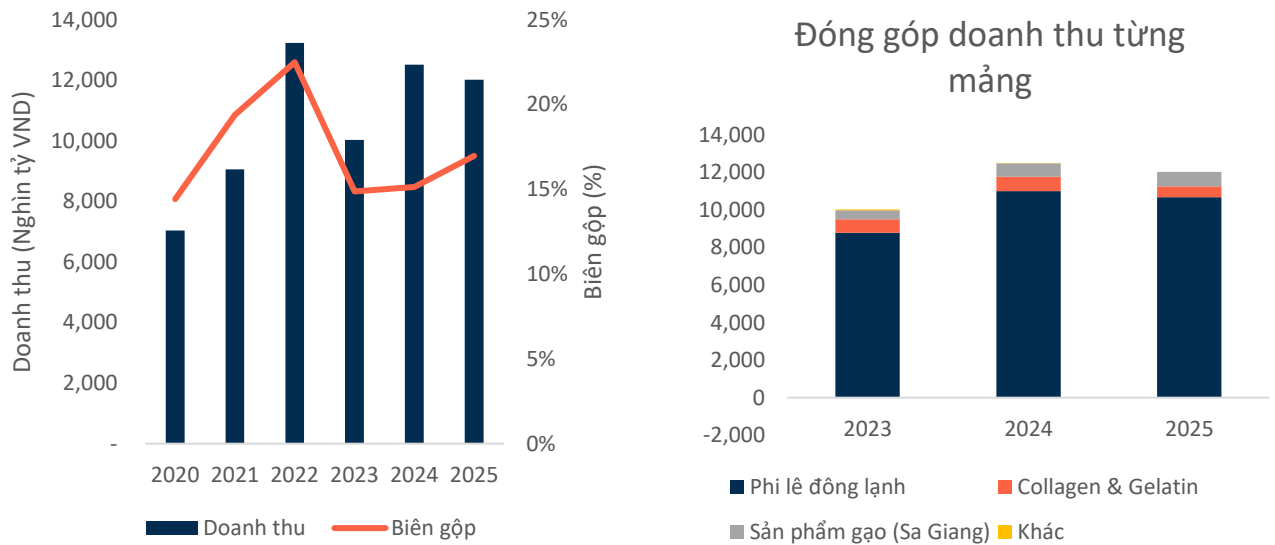
3- Vị thế của doanh nghiệp

Tiêu chí so sánh	Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC)	Các đối thủ đầu ngành khác (ANV, IDI)	FNS nhận xét
Thị phần xuất khẩu	Dẫn đầu tuyệt đối, chiếm khoảng 13%–14% tổng kim ngạch toàn ngành; kiểm soát khoảng 45% thị phần tại Mỹ (sản lượng tiêu thụ cá tra lớn nhất)	ANV đứng thứ hai (~6% thị phần); IDI khoảng 4%–5%	VHC tập trung thị trường cao cấp (Mỹ, EU), trong khi đối thủ đa dạng sang thị trường giá thấp (Trung Quốc, Nam Mỹ)
Công suất sản xuất	6 nhà máy chế biến (~1,000 tấn fillet/ngày); mảng Collagen & Gelatin đạt ~3,500 tấn/năm, tiếp tục mở rộng	Có hệ thống nhà máy quy mô lớn nhưng ít phát triển sâu sản phẩm giá trị gia tăng	Chuyển dịch sang Collagen & Gelatin giúp VHC nâng giá trị phụ phẩm → cải thiện biên lợi nhuận ngoài fillet

Tỷ lệ tự chủ vùng nuôi	Tự chủ ~70%–80%; tích hợp 60%–80% thức ăn, 100% thuốc/vaccine	ANV gần như tự chủ 100% nguyên liệu (chuỗi khép kín)	Mức 70% của VHC đủ kiểm soát chi phí và rủi ro giá, vẫn giữ linh hoạt thu mua ngoài khi thị trường thuận lợi
Biên lợi nhuận gộp	~15.1% – 17.6% (cao nhất ngành)	ANV ~17% nhưng biến động lớn, có năm xuống ~9.1%	VHC hưởng lợi từ: (1) thị trường giá cao (Mỹ, EU), (2) đóng góp Collagen & Gelatin → nâng biên lên ~30% ở mảng này
Chất lượng khách hàng	Tập khách hàng blue-chip: Sysco, US Foods, Walmart, Target, JV với EU	Chủ yếu nhà nhập khẩu trung gian, nhạy cảm giá	Quan hệ trực tiếp với chuỗi bán lẻ lớn giúp VHC ổn định đầu ra và giảm áp lực cạnh tranh giá
Khả năng vượt rào cản thuế quan	Thuế chống bán phá giá ~0 USD/kg; thuộc danh sách miễn thuế POR21; tuân thủ ASC, BAP, FSIS	Đối thủ chịu thuế ~0.23–0.29 USD/kg; rủi ro cao khi bị rà soát	Lợi thế thuế tại Mỹ – thị trường lợi nhuận cao nhất của ngành

IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1- Mảng fillet là động lực tăng trưởng doanh thu, mảng C&G là động lực cải thiện biên lợi gộp



Tuy doanh thu mảng tính chu kỳ mạnh, mảng cá tra vẫn là trụ cột tuyệt đối. Từ 2023 đến 2025, nhóm này duy trì quanh 8,792–11,008 tỷ đồng/năm, tương đương khoảng 88% tổng doanh thu. Điểm đáng chú ý là năm 2024 nhóm này tăng rất mạnh từ 8,792 tỷ đồng lên 11,008 tỷ đồng, tức tăng khoảng 2,216 tỷ đồng, gần như giải thích phần lớn mức phục hồi doanh thu toàn công ty trong năm 2024.

C&G có doanh thu nhỏ nhưng vai trò chiến lược lớn. C&G đạt 884 tỷ đồng năm 2022, giảm còn 720 tỷ đồng năm 2023, sau đó phục hồi nhẹ lên 772 tỷ đồng năm 2024, rồi giảm về 571 tỷ đồng năm 2025.

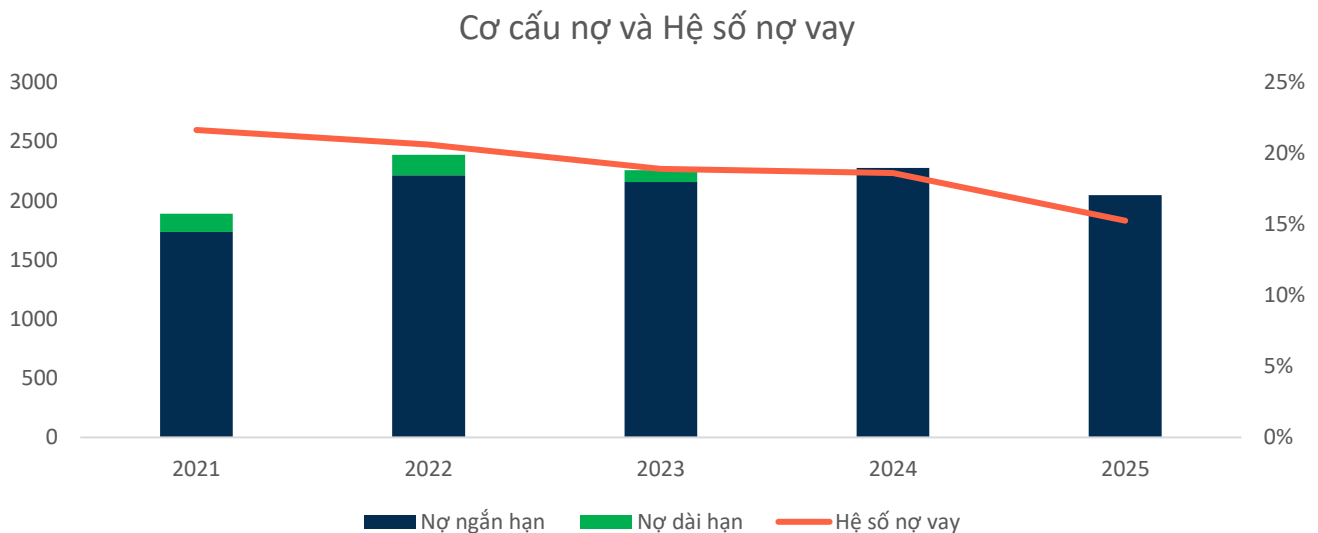
Sản phẩm gạo/Sa Giang đang tăng vai trò trong cơ cấu doanh thu. Sản phẩm gạo tăng từ 454 tỷ đồng năm 2022 lên 462 tỷ đồng năm 2023, sau đó tăng mạnh lên 706 tỷ đồng năm 2024 và 780 tỷ đồng năm 2025. Tỷ trọng tăng từ 3.4% năm 2022 lên 6.5% năm 2025.

Giai đoạn 2020–2025 cho thấy kết quả kinh doanh của VHC mang tính chu kỳ rõ nét, gắn chặt với diễn biến giá bán và nhu cầu cá tra xuất khẩu. Sau giai đoạn suy giảm năm 2020 do COVID-19, doanh thu và lợi nhuận gộp phục hồi mạnh trong năm 2021 và đạt đỉnh vào năm 2022 nhờ nhu cầu xuất khẩu cao, giá bán phi lê thuận lợi và đóng góp tích cực từ các sản phẩm liên quan. Sang năm 2023, doanh thu giảm mạnh do khách hàng toàn cầu giảm tồn kho và giá bán phi lê cá tra suy yếu, kéo biên lợi nhuận gộp về mức thấp. Năm 2024 đánh dấu sự phục hồi về sản lượng và doanh thu, trong khi năm 2025 tuy doanh thu giảm nhẹ nhưng biên lợi nhuận gộp cải thiện, cho thấy chất lượng lợi nhuận tốt hơn nhờ cơ cấu thị trường, giá bán bình quân và đóng góp từ các sản phẩm giá trị gia tăng. Nhìn chung, VHC vẫn phụ thuộc lớn vào chu kỳ fillet cá tra, nhưng biên lợi nhuận đang dần được hỗ trợ bởi chiến lược mở rộng sang C&G, sản phẩm gạo và tận dụng phụ phẩm.

Biên lợi nhuận gộp của VHC mang tính chu kỳ cao do phụ thuộc lớn vào mảng fillet cá tra – một sản phẩm mang tính commodity. Sau khi đạt đỉnh trong năm 2022 nhờ giá bán tăng mạnh, biên gộp đã thu hẹp đáng kể trong năm 2023 do nhu cầu suy yếu và tồn kho cao tại các thị trường xuất khẩu. Giai đoạn 2024–2025 ghi nhận sự phục hồi dần của biên gộp khi thị trường cân bằng trở lại và cơ cấu doanh thu cải thiện.

Đáng chú ý, mảng collagen & gelatin dù chỉ đóng góp tỷ trọng doanh thu nhỏ nhưng có biên lợi nhuận cao vượt trội, đóng vai trò là động lực cải thiện biên gộp hợp nhất và giảm độ nhạy của lợi nhuận với chu kỳ ngành. Trong khi đó, mảng sản phẩm từ gạo (Sa Giang) duy trì biên ổn định nhưng quy mô còn hạn chế. Do đó, trong trung hạn, diễn biến biên gộp của VHC vẫn sẽ phụ thuộc chủ yếu vào chu kỳ giá cá tra, trong khi các mảng giá trị gia tăng đóng vai trò hỗ trợ và cải thiện chất lượng lợi nhuận.

2- Sức khỏe tài chính là điểm then chốt đối với những doanh nghiệp có tính chu kỳ cao

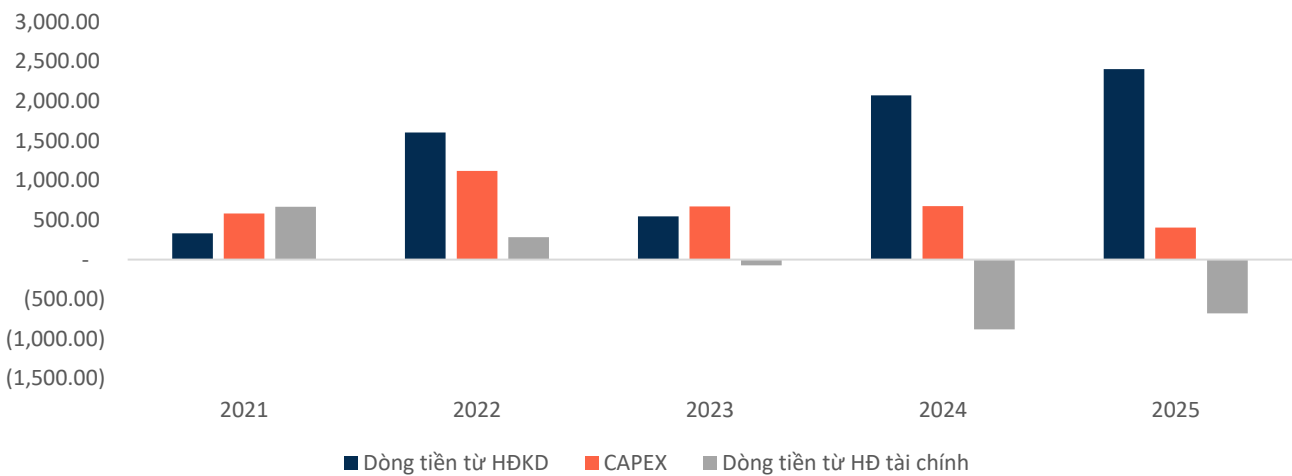


VHC duy trì cấu trúc tài chính rất thận trọng với hệ số nợ vay thấp và xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2021–2025. Nợ vay của công ty chủ yếu là nợ ngắn hạn phục vụ vốn lưu động, trong khi nợ dài hạn không đáng kể, cho thấy doanh nghiệp không phụ thuộc vào đòn bẩy để tài trợ tăng trưởng. Bên cạnh đó, vị thế tiền mặt rủng rỉnh và khả năng thanh toán lãi vay cao giúp VHC duy trì mức độ rủi ro tài chính thấp, đặc biệt quan trọng trong bối cảnh ngành cá tra mang tính chu kỳ mạnh. Tuy nhiên, việc duy trì đòn bẩy thấp cũng đồng nghĩa với việc công ty chưa tối ưu hóa hiệu quả sử dụng vốn trong các giai đoạn thuận lợi của chu kỳ ngành.

Hệ số nợ vay của VHC giảm từ khoảng 21% năm 2021 xuống còn 15% năm 2025, trong khi tổng nợ vay chỉ dao động quanh 2,000–2,400 tỷ đồng. Điều này cho thấy doanh nghiệp duy trì chính sách tài chính thận trọng, không phụ thuộc nhiều vào đòn bẩy để tài trợ tăng trưởng. Nợ vay chủ yếu là ngắn hạn, phù hợp với đặc thù ngành thủy sản khi doanh nghiệp cần vốn lưu động để thu mua nguyên liệu, duy trì tồn kho và tài trợ khoản phải thu xuất khẩu. Với ngành có tính chu kỳ cao như cá tra, cấu trúc nợ thấp giúp VHC giảm áp lực lãi vay và duy trì khả năng chống chịu khi giá bán hoặc biên lợi nhuận suy yếu. Dù vậy, mức đòn bẩy thấp cũng cho thấy doanh nghiệp còn dư địa sử dụng vốn vay nếu muốn mở rộng công suất, vùng nuôi hoặc các mảng có biên lợi nhuận cao trong giai đoạn ngành phục hồi.

3- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào, giảm tải áp lực trong các giai đoạn đầu tư cơ sở vật chất

Lưu chuyển dòng tiền qua các năm



Dòng tiền của VHC cho thấy chất lượng lợi nhuận đang cải thiện rõ rệt sau giai đoạn đáy chu kỳ năm 2023. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh luôn duy trì dương trong toàn giai đoạn 2021–2025, nhưng biến động khá mạnh theo chu kỳ ngành cá tra. Sau mức cao năm 2022, dòng tiền hoạt động giảm sâu trong năm 2023, phản ánh giai đoạn nhu cầu xuất khẩu suy yếu, giá bán cá tra giảm và áp lực vốn lưu động gia tăng. Tuy nhiên, từ năm 2024, dòng tiền hoạt động phục hồi mạnh lên khoảng hơn 2.000 tỷ đồng và tiếp tục tăng trong năm 2025, cho thấy sự phục hồi của lợi nhuận không chỉ nằm trên báo cáo kết quả kinh doanh mà đã chuyển hóa thành tiền mặt thực tế.

Ở chiều đầu tư, CAPEX của VHC duy trì ở mức tương đối đều đặn nhưng không quá áp lực so với dòng tiền tạo ra. Giai đoạn 2021–2023, CAPEX ở mức khá cao do doanh nghiệp tiếp tục đầu tư vào chuỗi giá trị như nhà máy, vùng nuôi, thức ăn thủy sản, sản phẩm giá trị gia tăng và các mảng mở rộng. Tuy nhiên, từ năm 2024–2025, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đã vượt đáng kể CAPEX, giúp VHC tạo ra dòng tiền tự do dương.

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

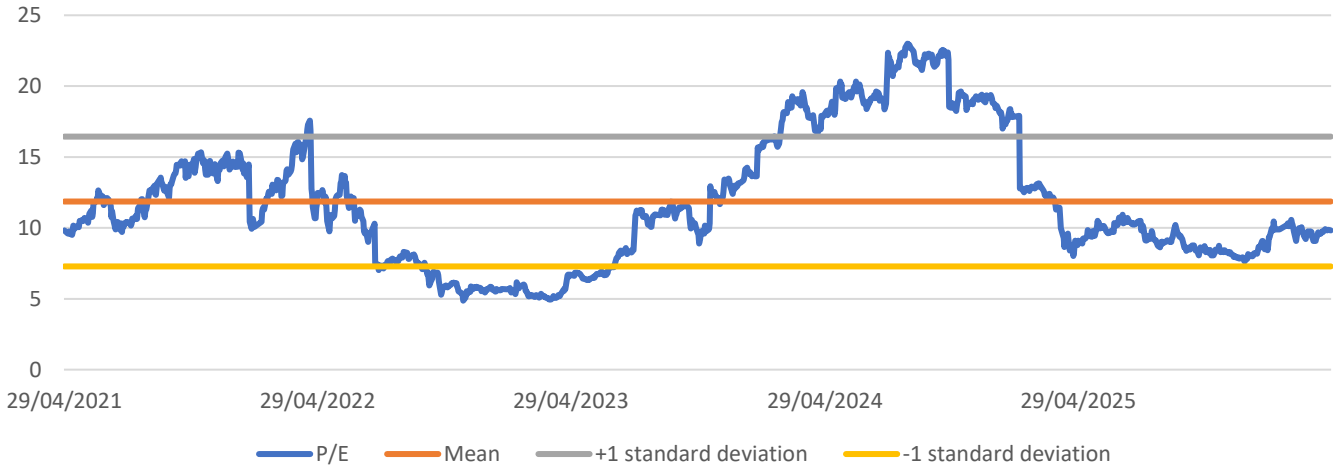
1-

	2025	2026	Tăng trưởng	FNS ghi chú
Tổng doanh thu	12,020.9	15,489.4	28.9%	Doanh thu 2026 dự phóng tăng mạnh 28.9% YoY, chủ yếu nhờ mảng fillet

				phục hồi sau nền thấp năm 2025. Luận điểm chính là sản lượng xuất khẩu phục hồi khi hiệu ứng front-loading kết thúc, nguồn cung cá đạt chuẩn xuất khẩu cải thiện và nhu cầu tại Mỹ/EU ổn định hơn
Fillet và những sản phẩm liên quan	10,681	13,971.82	30.8%	Đây là động lực tăng trưởng chính, tăng 30,8% YoY, nhờ kết hợp giữa sản lượng phục hồi và giá bán bình quân cao hơn do nhu cầu cá thịt trắng giá hợp lý tăng và nguồn cung cá nguyên liệu vẫn ở mức thắt chặt.
C&G	780	900.9	15.5%	Doanh thu C&G tăng 15.5% YoY, phản ánh nhu cầu dài hạn tích cực đối với collagen & gelatin trong thực phẩm bổ sung, chăm sóc sức khỏe và mỹ phẩm. Mức tăng này cũng được hỗ trợ bởi việc VHC mở rộng công suất C&G/gelatin trong giai đoạn 2024–2025
Sản phẩm từ gạo	571	616.68	8.0%	Doanh thu sản phẩm từ gạo tăng 8,0% YoY, thấp hơn tốc độ tăng của fillet do đây là mảng quy mô nhỏ hơn và phụ thuộc nhiều hơn vào sức mua tiêu dùng nội địa/xuất khẩu thực phẩm chế biến
Lợi nhuận gộp	2,040.19	2,526.38	23.8%	Lợi nhuận gộp tăng 23.8% YoY, thấp hơn tốc độ tăng doanh thu do biên gộp giảm nhẹ. Nguyên nhân là giá cá giống và cá nguyên liệu vẫn cao, đồng thời VHC có thể phải tăng tỷ trọng cá mua ngoài khi nguồn tự chủ chưa hoàn toàn đáp ứng nhu cầu phục hồi đơn hàng
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	564.93	814.21	44.1%	SG&A tăng mạnh 44,1% YoY, nhanh hơn doanh thu, do sản lượng xuất khẩu phục hồi kéo theo chi phí logistics, bán hàng, hoa hồng, nhân sự và chi phí quản lý tăng trở lại.
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1,475.26	1,712.17	16.1%	
Lợi nhuận trước thuế	1,749.451	1,864.166	6.6%	

2- Tổng hợp giả định và phương pháp định giá

VHC đang được giao dịch với mức định giá hấp dẫn



Chúng tôi sử dụng mức P/E trung bình lịch sử làm P/E mục tiêu cho VHC do triển vọng kinh doanh giai đoạn tới đang bước vào trạng thái phục hồi, nhưng chưa phải một chu kỳ tăng trưởng bùng nổ. Sau năm 2025 chịu áp lực bởi thuế quan tại Mỹ, thiếu hụt cá nguyên liệu và hiệu ứng nhập hàng sớm, năm 2026 được kỳ vọng là năm phục hồi khi nhu cầu tại các thị trường trọng điểm ổn định hơn, nguồn cung cá đạt chuẩn xuất khẩu cải thiện và sản lượng xuất khẩu phục hồi.

Phương pháp định giá	Tham số chính	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý
FCFF	WACC: 13%; g dài hạn: 3%	40%	82,407 đồng/cp
FCFE	Cost of equity: 15%; g dài hạn: 3%	40%	80,537 đồng/cp
P/E trung bình	P/E mục tiêu dựa trên mức trung bình lịch sử	20%	84,883 đồng/cp
Giá mục tiêu bình quân	Bình quân gia quyền các phương pháp	100%	82,100 đồng/cp

VI. CHÚ THÍCH

Chú thích 1: Đề án liên kết sản xuất giống cá tra 3 cấp chất lượng cao vùng Đồng bằng sông Cửu Long

Là một chương trình chiến lược do Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn (NN&PTNT) ban hành từ năm 2018. Hai địa phương đóng vai trò hạt nhân triển khai đề án này là Đồng Tháp và An Giang.

Đề án tổ chức lại ngành sản xuất giống theo một chuỗi giá trị khép kín, phân chia trách nhiệm rõ ràng cho từng nhóm đối tượng (gọi là 3 cấp):

- Cấp 1 (Nghiên cứu & Cung cấp đàn cá bố mẹ):
 - o Thành phần: Viện Nghiên cứu Nuôi trồng Thủy sản II (đơn vị chủ lực), các trường đại học, và các tập đoàn/doanh nghiệp thủy sản lớn có năng lực nghiên cứu.
 - o Nhiệm vụ: Chọn lọc, lưu giữ nguồn gen tốt nhất (kháng bệnh, tăng trưởng nhanh, tỷ lệ thịt cao) và chuyển giao đàn cá tra bố mẹ (cá hậu bị) đạt chuẩn cho Cấp 2
- Cấp 2 (Sản xuất cá bột):
 - o Thành phần: Các Trung tâm Giống thủy sản cấp tỉnh (như ở An Giang, Đồng Tháp), các doanh nghiệp và trại giống có quy mô lớn, kỹ thuật cao.

- Nhiệm vụ: Tiếp nhận đàn cá bố mẹ từ Cấp 1, tiến hành cho sinh sản nhân tạo theo đúng kỹ thuật, không ép đẻ nhằm tạo ra cá bột cực kỳ khỏe mạnh để chuyển giao cho Cấp 3.
- Cấp 3 (Ương dưỡng cá giống):
 - Thành phần: Các hợp tác xã (HTX), tổ hợp tác, hộ nông dân ương giống và các doanh nghiệp.
 - Nhiệm vụ: Nhận cá bột từ Cấp 2 mang về ương nuôi tại các ao đất thành cá giống (kích cỡ chuẩn để thả nuôi thương phẩm). Toàn bộ quá trình này được kiểm soát về mật độ, thức ăn, môi trường và được các doanh nghiệp (nhà máy chế biến) ký hợp đồng bao tiêu.

Mục tiêu của đề án

- Kiểm soát và truy xuất nguồn gốc 100%: Ngăn chặn hoàn toàn tình trạng con giống trôi nổi, kém chất lượng trên thị trường.
- Mục tiêu sản lượng:
 - Đến năm 2020: Đáp ứng được 50% nhu cầu giống chất lượng cao cho toàn vùng.
 - Đến năm 2025: Cung cấp từ 70% đến 100% nhu cầu giống cá tra chất lượng cao (trương đương khoảng hàng tỷ con giống chuẩn) cho khu vực ĐBSCL.
- Ổn định giá cả: Thiết lập cơ chế bao tiêu theo giá sàn thỏa thuận, giúp người ương giống (Cấp 3) không bị thua lỗ khi thị trường biến động, từ đó yên tâm tuân thủ quy trình kỹ thuật. [Trở về](#)

Chú thích 2: EVFTA/UKVFTA- Các hiệp định thương mại tự do như EVFTA (với Liên minh Châu Âu) và UKVFTA (với Vương quốc Anh) tạo nên lợi thế về chi phí và thuế quan, giúp cá tra Việt Nam chiếm ưu thế tuyệt đối trước các đối thủ cạnh tranh.

- **Lợi thế về thuế quan**
 - Với EVFTA: Ngay khi hiệp định có hiệu lực (tháng 8/2020), thuế cho cá tra đông lạnh đã bắt đầu lộ trình giảm về 0%. Đến thời điểm hiện tại (năm 2026), hầu hết các dòng thuế đối với cá tra fillet đông lạnh (mã HS 030462) sang EU đã về mức 0%
 - Với UKVFTA: Anh quốc đã áp dụng gần như nguyên vẹn các ưu đãi từ EVFTA. Điều này giúp cá tra Việt Nam duy trì sức cạnh tranh tại thị trường Anh mà không bị gián đoạn sau khi nước này rời EU (Brexit) [\(Trở về\)](#)

Chú thích 3: Chứng nhận ASC/BAP

Chứng nhận ASC (Aquaculture Stewardship Council - Hội đồng Quản lý Nuôi trồng Thủy sản)

- Nguồn gốc: Được đồng sáng lập bởi WWF (Quỹ Quốc tế Bảo vệ Thiên nhiên) và IDH (Sáng kiến Thương mại Bền vững).
- Trọng tâm cốt lõi: Chứng nhận này thiên rất mạnh về Bảo vệ Môi trường sinh thái và Trách nhiệm Xã hội
- Tiêu chí đối với cá tra:
 - Môi trường: Nước thải từ vùng nuôi phải được xử lý và kiểm soát theo các ngưỡng tiêu chuẩn nghiêm ngặt nhằm hạn chế tác động tiêu cực đến môi trường nước và hệ sinh thái xung quanh.
 - Xã hội: Đảm bảo quyền lợi cho người lao động (công nhân nhà máy chế biến, người nuôi cá), không sử dụng lao động trẻ em, trả lương công bằng và điều kiện làm việc an toàn.
 - Thức ăn: Cám cho cá ăn cũng phải truy xuất được nguồn gốc, đảm bảo nguyên liệu không đến từ việc khai thác tận diệt.

Chứng nhận BAP (Best Aquaculture Practices - Thực hành Nuôi trồng Thủy sản Tốt nhất)

- Nguồn gốc: Được quản lý bởi Liên minh Thủy sản Toàn cầu (Global Seafood Alliance - GSA)
- Trọng tâm cốt lõi: Nếu ASC thiên về môi trường ao nuôi, thì BAP lại bao phủ Toàn diện Chuỗi Cung Ứng (Từ trang trại đến bàn ăn) với trọng tâm cực mạnh vào An toàn Vệ sinh Thực phẩm
- Hệ thống đánh giá "Số Sao" (Star System): Đây là điểm đặc trưng nhất của BAP. Doanh nghiệp cá tra có thể đạt từ 1 đến 4 sao, tương ứng với số lượng các mắt xích trong chuỗi đạt chuẩn:
 - 1 Sao: Trang trại nuôi cá (Farm) đạt chuẩn
 - 2 Sao: Trang trại + Nhà máy chế biến (Processing Plant) đạt chuẩn

- 3 Sao: Trang trại + Nhà máy chế biến + Trại cá giống (Hatchery) đạt chuẩn
- 4 Sao (Mức tối thượng): Cả 3 cơ sở trên + Nhà máy sản xuất thức ăn thủy sản (Feed Mill) đều đạt chuẩn. Các doanh nghiệp đầu ngành như Vĩnh Hoàn (VHC) hay Nam Việt (ANV) đều sở hữu chứng nhận BAP 4 sao này. [\(Trở về\)](#)

Chú thích 4: Tiêu chuẩn Halal (Ngành thực phẩm)

- Không chứa các chất Haram (Bị cấm): Tuyệt đối không chứa thịt lợn (heo) hoặc các phụ phẩm từ lợn; không chứa cồn (rượu) hoặc các chất gây say; không dùng thịt chó, động vật ăn thịt hoặc chim săn mồi
- Quy trình giết mổ (Dhabiha): Đối với động vật trên cạn (bò, gà, cừu...), việc giết mổ phải do người Hồi giáo thực hiện theo một nghi thức đặc biệt
- Không nhiễm chéo (Cross-contamination): Dây chuyền sản xuất, kho lạnh và container vận chuyển sản phẩm Halal phải tách biệt hoàn toàn. Nếu một nhà máy vừa chế biến thịt lợn vừa chế biến cá, thì dây chuyền cá rất khó đạt chuẩn Halal trừ khi có sự cách ly và quy trình vệ sinh cực kỳ nghiêm ngặt [\(Trở về\)](#)

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Trong tương lai, FNS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin thay đổi hoặc có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với nội dung của bài báo cáo trên.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:**Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN**Email: research@funan.com.vnWebsite : www.funan.com.vn**TRỤ SỞ CHÍNH**

Đ/c: Tầng hầm và tầng 2, 3, 4, số 50 Nguyễn Cơ Thạch, Phường An Khánh, Tp. Hồ Chí Minh
Tel : (028) 6295.9158
Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: Tầng 1, số 50 Nguyễn Cơ Thạch, Phường An Khánh, Tp. Hồ Chí Minh
Tel : (028) 6295.9138
Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Ngũ Hành Sơn, Thành phố Đà Nẵng
Tel : (0236) 377.9655
Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Giảng Võ, Tp. Hà Nội
Tel : (024) 6283.3666
Fax: (024) 3206 8881