Báo cáo cổ phiếu: ANV

Lợi nhuận 2026 giảm hơn một phần ba: chi phí thức ăn và thuế chống bán phá giá Mỹ ăn vào biên; rô phi lớn dần nhưng chưa đo được

CTCP Nam Việt (HOSE: ANV) · nuôi, chế biến, xuất khẩu cá tra và cá rô phi · BCTC hợp nhất đến Q2/2026, số Hải quan đến 08/2026, dự báo Q3, Q4 và năm 2026 · dữ liệu chốt 05/10/2026 (mô hình sửa 23/10/2026, không dùng dữ liệu sau ngày chốt) · giá tham chiếu 17,4 nghìn đồng · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST CĐ mẹ 6T/2026	Biên gộp Q2/2026	CBPG Mỹ (POR21)	XK Hải quan T7–T8	Cá đang nuôi rô phi	LNST CĐ mẹ 2026F
330	16,1%	0,84	30,5	291	626
tỷ đồng · **–29%**	cùng kỳ 28,2%	USD/kg · trước đó 0,00	triệu USD · Q2: 55,4	tỷ · gấp 2,1 lần cá tra	tỷ · –37% · KH 1.070

Góc nhìn AAS Research	Giá hiện tại	Giá trị hợp lý (cơ sở, P/E – P/B 50/50)	Vùng kịch bản	P/E trượt · P/B
NẮM GIỮ	17,4	21,2 nghìn đ (+22%)	13,0 – 31,7	5,4x · 1,20x

Giữ tỷ trọng hiện có, chưa mua mới trước BCTC Q3/2026. Giá đã giảm ~44% từ đỉnh 10/2025 và P/B ở phân vị 15% từ 2018, nhưng lợi nhuận Q3–Q4 vẫn thấp hơn cùng kỳ và mức thuế Mỹ các kỳ sau chưa chốt. **Tích lũy từng phần** ở 15–17 nghìn; **mua thêm** ≤ 15 nghìn (dưới giá trị sổ sách cuối 2026F). **Nâng hạng** khi biên gộp quý quay lại ≥ 18% hoặc POR22 cho mức thuế thấp. **Hạ xuống THEO DÕI** nếu Brazil ban hành hạn ngạch/cấm rô phi hoặc ANV ghi nhận truy thu CBPG lớn.

KẾT LUẬN

ANV kiếm tiền nhờ chuỗi khép kín: tự nuôi, tự sản xuất thức ăn, tự chế biến. Lợi thế này mạnh khi giá cá thị trường cao và chi phí thức ăn rẻ, như năm 2025 (LNST 999 tỷ). Năm 2026 thì ngược lại: bột cá, giống và cá nguyên liệu rô phi đều tăng, trong khi giá bán chỉ tăng ít. Dự báo cơ sở LNST cổ đông mẹ 2026 626 tỷ, Q3/2026 146 tỷ.

Phần lớn sụt giảm là **chu kỳ chi phí**. Riêng thuế chống bán phá giá 0,84 USD/kg với cá tra vào Mỹ là **thay đổi có thể kéo dài**, chỉ áp cho ANV, không áp cho VHC. Rô phi đang thành mảng lớn (vốn trong ao gấp đôi cá tra), nhưng chưa có số liệu công bố để chứng minh nó tạo lợi nhuận tăng thêm thay vì thay thế cá tra.

CÁ TRA

136 tỷ cá đang nuôi · 100% tự nuôi

- CBPG Mỹ 0 → 0,84 USD/kg từ 13/08/2026
- Bột cá +58% vào giá thành sau ~1 quý
- Doanh thu theo loài: không công bố

CÁ RÔ PHI

291 tỷ cá đang nuôi · ~90% tự nuôi

- Brazil là thị trường lớn nhất; chưa bị áp thuế liên bang
- Cá nguyên liệu +30%, giá xuất +8–12%
- Sản lượng, giá thành, diện tích: chưa công bố

TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ

1.863 tỷ nợ vay · 48% VCSH

- CFO 6T/2026 âm; phải thu gấp 2,4 lần cuối 2024
- P/B 1,20x, phân vị 15% từ 2018
- Giá trị hợp lý cơ sở 21,2 nghìn đ

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **Lợi nhuận đã qua đỉnh chu kỳ:** LNST cổ đông mẹ Q2/2026 135 tỷ (–59%), 6T/2026 330 tỷ (–29%), đạt 31% kế hoạch 1.070 tỷ. Doanh thu vẫn tăng 33% nhưng biên gộp giảm từ 28,2% xuống 16,1%.
2. **Nguyên nhân là chi phí riêng của ANV, không phải ngành:** cùng quý, VHC, IDI, ACL đều tăng biên. ANV tự sản xuất thức ăn nên chịu trọn giá bột cá (+58% từ 02 đến 09/2026), giá giống và cá nguyên liệu rô phi (+30%) trong khi giá xuất rô phi chỉ +8–12%.
3. **Cú sốc mới ở Mỹ chỉ áp riêng ANV:** thuế chống bán phá giá cá tra của Nam Việt tăng từ 0 lên 0,84 USD/kg (~28% giá fillet), ký quỹ từ 13/08/2026, cộng Section 301 12,5% từ 24/07/2026. VHC đã được loại khỏi lệnh từ 2025. Hai khách Mỹ nợ 41% phải thu của ANV.
4. **Tín hiệu Q3 đã thấy:** giá trị thông quan của ANV tháng 7–8/2026 là 30,5 triệu USD, so với 55,4 triệu USD cả Q2. Tháng 8 chỉ 13,5 triệu USD; cá tra toàn ngành sang Mỹ tháng 8 –55%. Hải quan hai tháng đầu quý không dự báo doanh thu tốt hơn doanh thu quý trước (ANV–H14), nên chỉ dùng cho kịch bản thận trọng.
5. **Dự báo:** LNST cổ đông mẹ Q3/2026 cơ sở 146 tỷ (–49%), khoảng 68–257 tỷ; cả năm 2026 626 tỷ (thận trọng 343, tích cực 767), bằng ~59% kế hoạch.
6. **Rô phi là thật nhưng chưa đo được; điện mặt trời là phần ổn định:** vốn trong ao rô phi 290,6 tỷ, gấp 2,1 lần cá tra (BCTC 30/06/2026), nhưng ANV không công bố doanh thu, sản lượng, diện tích, giá thành rô phi. Ngoài cá, điện mặt trời lãi gộp ~70–80 tỷ/năm (thuế 10%); collagen chỉ qua liên doanh, lãi ~1 tỷ/6 tháng.
7. **Brazil chưa áp thuế liên bang lên rô phi Việt Nam:** thuế vẫn 10%, phi lê được phép từ 04/2025. Rào cản hiện có ở cấp bang (Santa Catarina cấm; Minas Gerais thu đủ ICMS 18% đến 31/10/2026). Dự luật cấm và kiến nghị hạn ngạch chưa thành biện pháp, nên chưa đưa vào kịch bản cơ sở.
8. **Chất lượng tài chính xấu đi:** CFO 6T/2026 âm 80 tỷ trong khi LNST 330 tỷ; phải thu 1.245 tỷ (gấp 2,4 lần cuối 2024); vay ngắn hạn 1.824 tỷ, lãi vay Q2 gấp đôi.
9. **Định giá đã phản ánh một phần:** P/B 1,20x, thấp hơn 85% số phiên từ 2018; giá trị hợp lý cơ sở 21,2 nghìn đ (+22%), vùng 13,0–31,7. Khuyến nghị **NẮM GIỮ**, tích lũy dưới 15 nghìn.
10. **Mốc quyết định:** BCTC Q3/2026 (biên gộp, CPBH, có truy thu CBPG hay không), kết quả sơ bộ POR22, Hải quan tháng 9–10, giá bột cá, và diễn biến dự luật cấm rô phi tại Brazil.

Dữ liệu tài chính và vận hành theo quý

Chỉ tiêu	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026	Q2/2026	Nguồn
DT thuần	**1.726**	**2.000**	**2.119**	**1.841**	**1.937**	**BCTC**
DT xuất khẩu	1.230	1.553	1.602	1.344	1.516	BCTC, TM khu vực địa lý
DT nội địa	497	447	517	497	421	BCTC, TM khu vực địa lý
XK Hải quan (tr USD)	–	–	53,7	45,4	55,4	Tổng cục Hải quan (giá trị thông quan)
Biên gộp	28,2%	24,4%	20,1%	17,7%	16,1%	BCTC
CPBH/DT	5,5%	6,0%	5,4%	3,7%	6,2%	BCTC
Lãi vay	18,2	16,1	18,0	17,1	36,2	BCTC
LNST cổ đông mẹ	**332,8**	**283,1**	**251,6**	**195,4**	**134,9**	**BCTC**
Phải thu khách hàng	934	1.023	1.045	1.144	1.245	BCĐKT

Chỉ tiêu	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026	Q2/2026	Nguồn
Tồn kho (+ TSSH từ 2026)	1.595	1.495	1.422	1.357 + n/a	1.313 + 427	BCĐKT; TSSH theo TT99

Nguồn: BCTC hợp nhất; Tổng cục Hải quan (giá trị thông quan); hiệp hội ngành (giá cá Đồng Tháp); World Bank. AAS tổng hợp.

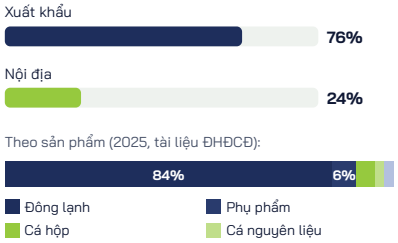
1 Mô hình kinh doanh: chuỗi khép kín từ giống đến xuất khẩu

Mô hình kinh doanh

KHÁCH HÀNG
- Nhà nhập khẩu, phân phối ở Mỹ (2 khách nợ 513 tỷ, 41% phải thu)
- Nhà nhập khẩu Brazil (rô phi phi lê), EU, Trung Quốc, Trung Đông
- Nội địa ~24% DT: cá, chả cá, phụ phẩm

ĐỊNH VỊ GIÁ TRỊ
- Tự chủ khép kín: giống, thức ăn, nuôi, chế biến
- Hai loài trên cùng hạ tầng: cá tra và rô phi
- Giá thành thấp khi giá cá thị trường cao

DÒNG DOANH THU (6T/2026: 3.778 TỶ)



HAI LOÀI TRÊN CÙNG HẠ TẦNG (tài sản sinh học 30/06/2026)

Cá tra	Rô phi + diêu hồng	Thức ăn	Phụ phẩm	Điện mặt trời
136 tỷ đang nuôi	291 tỷ đang nuôi	tự sản xuất	bột, dầu, collagen	1,4% DT

NGUỒN LỰC THEN CHỐT
- Vùng nuôi ~750 ha, nhà máy thức ăn và 4 nhà máy chế biến
- Gia đình ông Doãn Tới nắm ~67%; bảo lãnh vay cá nhân

CẤU TRÚC CHI PHÍ (6T/2026)
- NVL 61%, dịch vụ mua ngoài 21%, nhân công 14% CP SX
- CPBH 5,0% DT (cước biển nằm ở đây); lãi vay 53 tỷ

Nguồn: BCTN 2025; tài liệu ĐHĐCĐ 2026 (cơ cấu sản phẩm 2025); BCTC soát xét 6T/2026 (khu vực địa lý, tài sản sinh học, chi phí theo yếu tố, phải thu); AAS tổng hợp.

Chuỗi giá trị: ANV tham gia cả sáu khâu

Hoạt động Ô vàng: khoản mục BCTC chịu ảnh hưởng

1 Giống	2 Thức ăn	3 Nuôi thương phẩm	4 Chế biến	5 Phụ phẩm	6 Xuất khẩu
Tự chủ cá tra; rô phi một phần mua ngoài Benchmark Genetics chọ giống rô phi (08/2026)	Nhà máy thức ăn >1.000 tấn/ngày (thiết kế) Bột cá, khô đậu nhập: giá theo thế giới	Mẹ: 14 vùng, 152 ha mặt nước Bình Phú ~600 ha, ~70% đã sang rô phi* Có nuôi liên kết (NVL xuất 567 tỷ)	4 nhà máy, 1.000 tấn cá/ngày (thiết kế) Dùng chung cá tra và rô phi Mức sử dụng thực tế: không công bố	Bột cá, dầu cá (Ấn Độ Dương) Collagen/gelatin: LD Amicogen 50% Phụ phẩm ~6% DT 2025	76% DT 6T/2026 KH lớn Mỹ: PFC, Pangamia Rô phi: Brazil lớn nhất
TSSH: cá giống (6 tỷ)	**Giá vốn: NVL 61% CP SX**	**TSSH 427 tỷ (30/06/26)**	**Biên gộp, khấu hao**	**DT phụ phẩm, LD**	**Phải thu 1.245 tỷ**

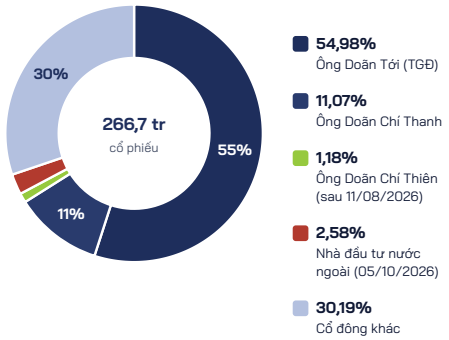
Nguồn: BCTN 2025 (4 nhà máy, 1.000 tấn cá nguyên liệu/ngày, thức ăn >1.000 tấn/ngày, 14 vùng nuôi 152 ha mặt nước, Bình Phú gần 600 ha); BCTC soát xét 6T/2026; công bố của doanh nghiệp tại hội chợ 08/2026. Công suất là công suất thiết kế. *Tỷ lệ ~70% ao Bình Phú chuyển sang rô phi là thông tin công khai, chưa đối chiếu tài liệu doanh nghiệp.

- **Khâu tạo lợi nhuận:** BCTC chỉ báo cáo một lĩnh vực thủy sản (>97% DT) và hai khu vực (xuất khẩu 76%, nội địa 24%). Không có số tách lợi nhuận theo khâu hay theo loài. Lợi nhuận đến từ chênh lệch giữa giá bán thành phẩm và giá thành cá tự nuôi; giá thành chủ yếu là thức ăn (nguyên vật liệu chiếm 61% chi phí sản xuất 6T/2026).

- **Tự nuôi, liên kết, mua ngoài:** doanh nghiệp công bố tự chủ 100% cá tra và ~90% rô phi. ANV có nuôi liên kết: nguyên vật liệu xuất cho vùng nuôi liên kết 567 tỷ (30/06/2026, đầu năm 412) và trả trước cho chủ vùng nuôi 121 tỷ. Không có tỷ lệ sản lượng tự nuôi so với liên kết.
- **Sản phẩm và kênh:** thành phẩm đông lạnh (chủ yếu fillet) chiếm 84% DT 2025, cá hộp 5%, phụ phẩm 6%. Khách hàng trực tiếp là nhà nhập khẩu, phân phối; hai khách Mỹ (PFC International, Pangamia) nợ 513 tỷ, bằng 41% phải thu. Không có bằng chứng về thương hiệu bán lẻ riêng ở nước ngoài.
- **Phạm vi hợp nhất:** 6 công ty con 100% (gia công Ấn Độ Dương, nuôi Bình Phú, ba công ty điện mặt trời, thức ăn), một công ty con giải thể (03/2026). Liên doanh Amicogen Nam Việt 50% (collagen/gelatin) hạch toán theo vốn chủ sở hữu. Doanh thu nội bộ đã loại khi hợp nhất; AAS chỉ dùng số hợp nhất.

Cơ cấu cổ đông: gia đình ông Doãn Tới nắm ~67%, khối ngoại 2,6%

Cơ cấu sở hữu — % vốn



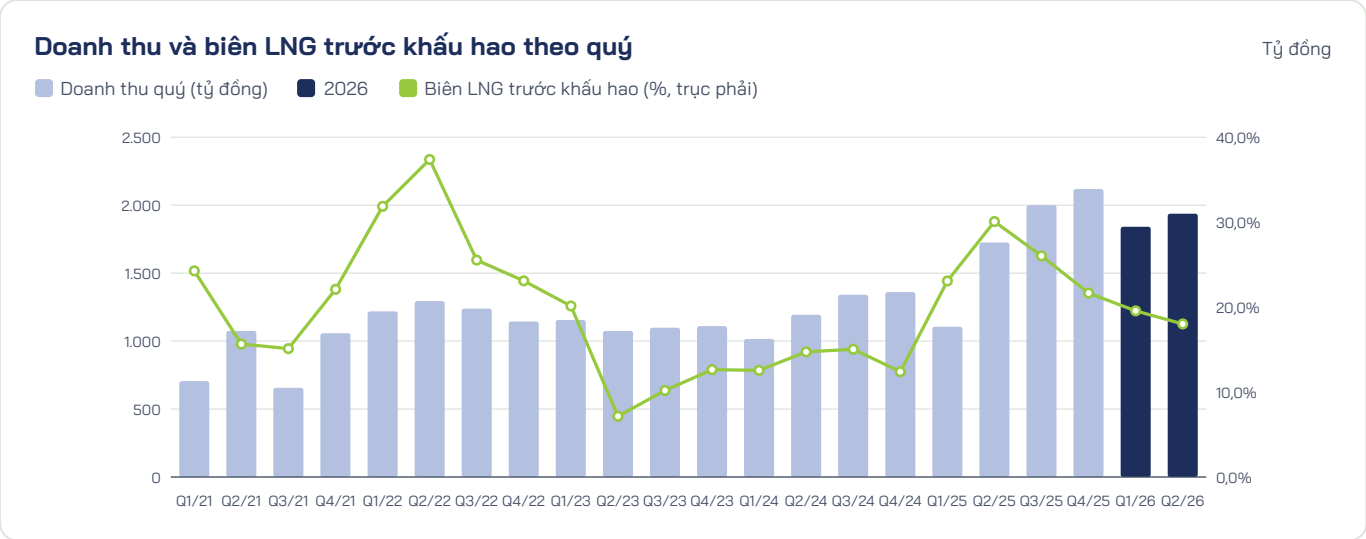
Cổ đông	Số CP	Tỷ lệ
Ông Doãn Tới (TGĐ)	**146.610.000**	**54,98%**
Ông Doãn Chí Thanh (con)	29.528.800	11,07%
Ông Doãn Chí Thiên (Phó TGĐ, con)	3.141.998	1,18%
Nhà đầu tư nước ngoài	6.870.900	2,58%
Cổ phiếu quỹ	411.750	0,15%

Nguồn: báo cáo quản trị 6T/2026; CBTT giao dịch nội bộ (mua 1 triệu CP, 28/07–11/08/2026); room ngoại kho AAS 05/10/2026 (nắm giữ = room − còn lại). Chủ tịch HĐQT: ông Đỗ Lập Nghiệp.

2 Kết quả 6T/2026: doanh thu +33%, lợi nhuận −29%

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	3.494	4.897	4.439	4.911	6.952	2.832	3.778	+33%
LNG trước khấu hao	673	1.453	562	674	1.754	774	709	−8%
Biên LNG trước khấu hao	**19,2%**	**29,7%**	**12,7%**	**13,7%**	**25,2%**	**27,3%**	**18,8%**	**−8,6 điểm**
Khấu hao (tổng)	123	121	115	117	135	66	73	+11%
BH&QL (tách khấu hao)	334	469	261	363	446	179	225	+26%
LN hoạt động kinh doanh	216	863	186	194	1.172	529	411	−22%
Tài chính thuần	−75	−108	−132	−71	−23	−18	−15	n/m
Lợi nhuận trước thuế	151	774	68	79	1.152	514	400	−22%
LNST cổ đông mẹ	**128**	**674**	**42**	**48**	**999**	**465**	**330**	**−29%**
Dòng tiền kinh doanh	344	309	14	728	998	251	−80	−132%

Nguồn: BCTC hợp nhất ANV; khấu hao theo thuyết minh hao mòn TSCĐ, khấu hao giá vốn = khấu hao − khấu hao QLDN; AAS tính.



Nguồn: BCTC quý ANV.

- **Lưu ý khi so sánh số liệu:** từ 2026, cá đang nuôi được tách khỏi hàng tồn kho thành tài sản sinh học (427 tỷ tại 30/06/2026). Số liệu Hải quan là giá trị thông quan, không phải doanh thu; doanh thu xuất khẩu trên BCTC cao hơn 4–13% vì gồm cước và hàng ủy thác.

3 Cá tra và cá rô phi: BCTC không tách hai mảng

Tiêu chí	Cá tra	Cá rô phi (gồm diêu hồng)	Nguồn, mức kiểm chứng
Giai đoạn	Vận hành thương mại nhiều năm	Thử chuyển đổi 09/2024; xuất khẩu thương mại từ 2025 (Mỹ Q1/2025; Brazil lô đầu 06/11/2025)	Tin chuyên ngành; doanh nghiệp phát biểu
Cá đang nuôi (TSSH, 30/06/2026)	136,3 tỷ (đầu năm 44,9)	**290,6 tỷ** (đầu năm 186,1)	BCTC soát xét 6T/2026: **gốc**
Diện tích đang nuôi	Không tách theo loài: mẹ 152 ha mặt nước (14 vùng); Bình Phú gần 600 ha	~70% ao Bình Phú đã chuyển sang rô phi	BCTN 2025 (gốc); tỷ lệ 70%: thông tin công khai, chưa đối chiếu
Tự chủ nguyên liệu	100%	~90%	Doanh nghiệp phát biểu (08/2026)
Giống	Tự chủ (định hướng)	Một phần mua ngoài; hợp tác chọn giống Benchmark Genetics từ 05/08/2026	Tin chuyên ngành
Sản lượng/năm	~120.000 tấn	~45.000 tấn	Doanh nghiệp phát biểu; không rõ nguyên liệu hay thành phẩm
Doanh thu	Không công bố tách	Không công bố; mục tiêu ~30% DT 2026 (~81 tr USD)	BCTC không tách loài; mục tiêu do doanh nghiệp phát biểu
Thị trường chính	Mỹ (2 khách lớn), Trung Quốc, EU, Brazil, Trung Đông	Brazil (lớn nhất), Mỹ, EU ~9%	Doanh nghiệp phát biểu; phải thu BCTC
Rào cản Mỹ	**CBPG 0,84 USD/kg** từ 13/08/2026 + Section 301 12,5%	Section 301 12,5%; không có lệnh CBPG	Federal Register: **gốc**

Tiêu chí	Cá tra	Cá rô phi (gồm diêu hồng)	Nguồn, mức kiểm chứng
Rào cản Brazil	Không có biện pháp mới	Liên bang: thuế 10%, chỉ cho phi lê; bang SC cấm, MG thu đủ ICMS 18% đến 31/10/2026; dự luật cấm đang xem xét	Văn bản Brazil (gốc/chuyên ngành)
Giá bán	Không công bố; Mỹ nhập fillet VN 3,03 USD/kg (07/2026, toàn VN)	Không công bố; giá vào Brazil 3,10–4,95 USD/kg (toàn VN)	Thống kê nhập khẩu Mỹ; thông tin công khai
Chi phí đầu vào 2026	Bột cá +58% (02 → 09/2026); khô đậu +25% so với cùng kỳ	Cá nguyên liệu +30%, giá xuất chỉ +8–12% (doanh nghiệp nói)	World Bank (gốc); doanh nghiệp phát biểu
Chế biến	4 nhà máy, 1.000 tấn cá/ngày (thiết kế), dùng chung	Dùng chung; không có dây chuyền hay vốn đầu tư riêng được công bố	BCTN 2025; tài liệu ĐHĐCĐ 2026

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026; BCTN 2025; tài liệu ĐHĐCĐ 2026; Federal Register; văn bản Brazil; phát biểu của doanh nghiệp. AAS tổng hợp.

- **Brazil với rô phi Việt Nam:** đến 05/10/2026 chưa có thuế chống bán phá giá, tự vệ, hạn ngạch hay lệnh cấm cấp liên bang; thuế nhập khẩu vẫn 10%. Rào cản đang có hiệu lực ở cấp bang (Santa Catarina cấm; Minas Gerais thu đủ ICMS 18% đến 31/10/2026). Dự luật cấm và kiến nghị hạn ngạch mới ở giai đoạn đề xuất, nên chưa đủ căn cứ đưa vào dự báo cơ sở.
- **Mỹ với cá tra:** thuế chống bán phá giá của Nam Việt tăng từ 0 lên 0,84 USD/kg, áp từ 13/08/2026; cộng thuế Section 301 12,5% từ 24/07/2026 cho mọi hàng Việt Nam. Đây là dữ kiện đã xảy ra và đã đưa vào dự báo.

Ngoài cá: điện mặt trời và collagen

Khoản	2024	2025	6T/2025	6T/2026	Ghi nhận trên BCTC
Điện mặt trời: doanh thu	109,3	100,1	56,1	53,8	Doanh thu bán điện (TM doanh thu theo loại)
Điện mặt trời: giá vốn	31,9	32,0	16,0	12,4	Giá vốn điện (chủ yếu khấu hao trang trại)
Điện mặt trời: lãi gộp	**77,4**	**68,1**	**40,1**	**41,4**	**biên 68–77%; thuế suất ưu đãi 10%**
Collagen/gelatin: lãi liên doanh (50%)	−4,1	+0,8	−0,1	+1,0	Lãi/lỗ liên doanh (Amicogen Nam Việt), không vào doanh thu
Bán phụ phẩm cho Amicogen	–	–	10,8	17,6	Trong doanh thu thành phẩm
Khấu hao TSCĐ (toàn công ty)	117,2	135,1	66,3	73,5	TM hao mòn; khớp dòng tiền
Khấu hao / doanh thu	2,4%	1,9%	2,3%	1,9%	

Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán 2025 và soát xét 6T/2026; AAS tổng hợp.

4 Dự báo: LNST cổ đông mẹ 2026 ~626 tỷ, Q3/2026 ~146 tỷ

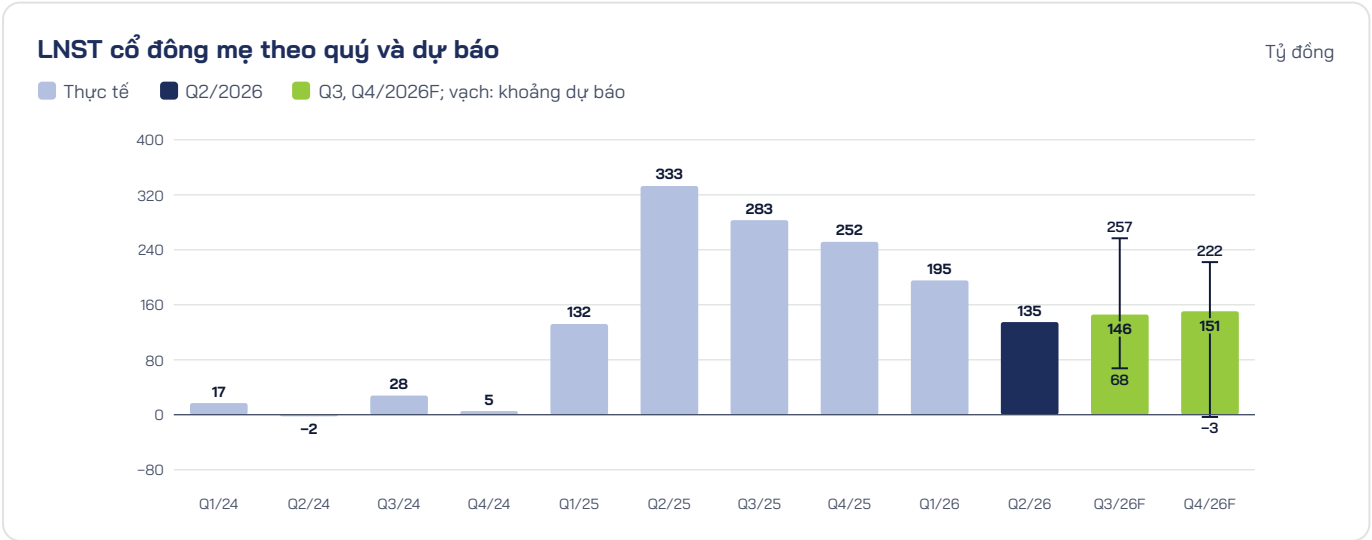
LNST cổ đông mẹ	Tỷ đồng
Q3/2026F – dự báo cơ sở AAS	**146 (−49% so với cùng kỳ)**
Khoảng dự báo Q3/2026	68 – 257
Q4/2026F cơ sở	151

LNST cổ đông mẹ	Tỷ đồng
Năm 2026F cơ sở (thận trọng / tích cực)	**626 (343 / 767)**
Kế hoạch ĐHĐCĐ 2026	1.070

Nguồn: AAS dự báo, dữ liệu đến 05/10/2026.

Tỷ đồng	Q3/2025	Q2/2026	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực
DT xuất khẩu	1.553	1.516	1.163	1.497	1.786
DT nội địa (gồm điện)	447	421	400	440	480
Doanh thu thuần	**2.000**	**1.937**	**1.563**	**1.937**	**2.266**
Điện mặt trời: doanh thu	25,1	28,7	22,0	25,0	28,0
Điện mặt trời: lãi gộp	15,6	22,0	13,6	17,5	21,6
Thủy sản: doanh thu	1.975	1.908	1.541	1.912	2.238
Thủy sản: biên trước khấu hao	25,2%	16,9%	12,0%	17,0%	18,3%
Thủy sản: khấu hao	25,3	31,9	31,1	32,0	33,1
Lợi nhuận gộp	**487**	**312**	**167**	**310**	**398**
Biên gộp hợp nhất	24,4%	16,1%	10,7%	16,0%	17,6%
Chi phí bán hàng	119	119	102	112	113
Chi phí quản lý	21	21	22	20	19
Tài chính, liên doanh, khác	−4	−9	−25	−20	−14
Lợi nhuận trước thuế	343	163	19	158	252
LNST cổ đông mẹ	**283,1**	**134,9**	**16,6**	**134,2**	**215,1**
So với cùng kỳ		−59%	−94%	−53%	−24%

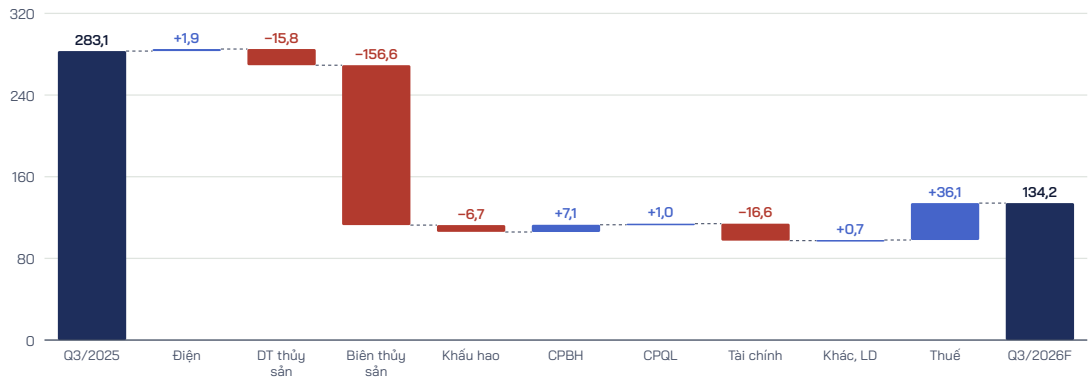
Nguồn: BCTC ANV; AAS dự báo (Q3/2026, ba kịch bản).



Nguồn: BCTC ANV; AAS dự báo.

LNST cổ đông mẹ: Q3/2025 → Q3/2026F, các yếu tố thay đổi

Tỷ đồng



Nguồn: AAS dự báo.

Tỷ đồng	2024	2025	6T/2026	Q3/26F	Q4/26F	2026F	Kế hoạch ĐHĐCĐ
LNST cổ đông mẹ – thận trọng	48	999	330	17	−3	343	1.070 (LNST)
LNST cổ đông mẹ – cơ sở				**146**	**151**	**626**	**59% kế hoạch**
LNST cổ đông mẹ – tích cực				215	222	767	
EPS 2026F (đ, cơ sở)						2.353	

Nguồn: BCTC ANV; nghị quyết ĐHĐCĐ 2026; AAS dự báo.

KQKD tách khấu hao: lịch sử và dự báo cùng một khuôn

Tỷ đồng	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26F	Q4/26F	2025	2026F
Doanh thu thuần	2.000	2.119	1.841	1.937	1.937	2.052	6.952	7.767
LNG trước khấu hao	521	459	360	349	349	371	1.754	1.429
Biên LNG trước khấu hao	**26,0%**	**21,7%**	**19,6%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,1%**	**25,2%**	**18,4%**
Khấu hao (tổng)	34	34	35	39	40	40	135	153
BH&QL (tách khấu hao)	139	128	86	139	131	140	446	496
LN hoạt động kinh doanh	347	296	239	171	178	191	1.172	779
Tài chính thuần	−3	−2	−2	−13	−20	−21	−23	−56
Lợi nhuận trước thuế	343	295	237	163	158	170	1.152	729
LNST cổ đông mẹ (mô hình)	283	252	195	135	134	144	999	608
LNST cổ đông mẹ – dự báo cơ sở AAS	**283**	**252**	**195**	**135**	**146**	**151**	**999**	**626**

Nguồn: BCTC ANV; AAS dự báo (kịch bản cơ sở).

Ba yếu tố cần theo dõi

- **Biên thủy sản:** ±1 điểm = ±16 tỷ LNST mỗi quý. Giá bột cá tháng 8–9/2026 còn cao hơn Q2: kịch bản thận trọng đã tính, cơ sở chưa tính.

- **Thuế Mỹ:** mức chống bán phá giá kỳ sau (POR22) và khả năng truy thu POR21.
- **Brazil:** dự luật cấm và kiến nghị hạn ngạch rô phi; nếu mất trọn thị trường Brazil, LNST có thể giảm tới ~80 tỷ mỗi quý (giả định AAS, chưa đưa vào dự báo).

5 Định giá: giá trị hợp lý cơ sở 21,2 nghìn đ

Chỉ số	Hiện tại	Trung vị 2018+	Phân vị 25 / 75 (2018+)	Phân vị hiện tại (2018+)	z (750 phiên)
P/E lõi trượt	5,4x	11,4x	5,9 / 21,5x	20%	−1,13
P/B	1,20x	1,59x	1,35 / 1,90x	15%	−1,40

	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực
LNST cổ đông mẹ 2026F	343	626	767
EPS 2026F (đ)	1.290	2.353	2.882
BVPS cuối 2026F (đ)	14.536	15.599	16.128
P/E áp dụng (nhóm ROE 15–20%)	7,7x	9,1x	13,1x
P/B áp dụng	1,10x	1,35x	1,59x
Giá trị theo P/E (nghìn đ)	9,9	21,4	37,8
Giá trị theo P/B (nghìn đ)	16,0	21,1	25,6
Giá trị hợp lý (50/50)	**13,0**	**21,2**	**31,7**
So với giá 17,4	−26%	+22%	+82%

Nguồn: AAS tính. P/E theo giai đoạn ROE tương đương; P/B theo phân vị lịch sử từ 2018, thận trọng hơn trung vị vì thuế Mỹ.

Vùng giá (nghìn đ)	P/B trên BV cuối 2026F	Hành động
≤ 15,0	≤ 0,96x	Mua thêm: dưới giá trị sổ sách cuối năm, gần kịch bản thận trọng 13,1
15,0 – 17,0	0,96 – 1,09x	Tích lũy từng phần, chia 2–3 lần
17,0 – 21,0	1,09 – 1,35x	Nắm giữ: vùng hiện tại; chờ BCTC Q3 và POR22
21,0 – 24,0	1,35 – 1,54x	Chốt lời một phần nếu biên gộp chưa hồi phục
> 24,0	> 1,54x	Rủi ro cao: trên P/B trung vị lịch sử trong khi ROE chỉ ~14%

Nguồn: AAS tính trên giá trị sổ sách cuối 2026F.

6 Backtest định giá: mua khi P/B rẻ giảm rủi ro, chưa phải tín hiệu thắng thị trường

- **Cách đọc z-score:** z đo P/E hoặc P/B hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên). z < −1 là rẻ bất thường; hiện z P/B −1,40.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc được đặt trước, chạy lại trên lịch sử từ 06/2017 với giá điều chỉnh gồm cổ tức. Lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý), lệnh khớp phiên sau tín hiệu, mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.

- **Kết quả:** mua khi P/B rẻ (z < −1), bán khi đắt (z > +1) đưa 100 đồng lên 565 đồng, thấp hơn 887 đồng nếu mua và giữ, nhưng sụt giảm tối đa chỉ −41% so với −74%. Mỗi quy tắc chỉ có 3 lệnh trong 9 năm, nên đây là định hướng vùng giá, không phải công thức chắc thắng.
- **Ý nghĩa cho hiện tại:** quy tắc P/B đang ở trạng thái nắm giữ từ 14/07/2026. Các lần P/B rẻ trước đây xảy ra khi lợi nhuận sắp hồi phục; lần này lợi nhuận Q3–Q4 vẫn thấp hơn cùng kỳ, nên vùng mua an toàn là dưới giá trị sổ sách cuối 2026F (~15 nghìn đ).

Nhóm z P/E	Lợi suất 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
−∞ … −1.5	−27%	−28%	21
−1.5 … −0.5	+58%	+6%	1.185
−0.5 … 0.5	+39%	+32%	402
0.5 … 1.5	+68%	+37%	384
1.5 … +∞	+44%	+48%	474

Nguồn: AAS tính, 2014–2026.

Nhóm z P/B	Lợi suất 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
−∞ … −1.5	+118%	+75%	221
−1.5 … −0.5	+72%	+54%	668
−0.5 … 0.5	+44%	+16%	824
0.5 … 1.5	+6%	−25%	290
1.5 … +∞	+52%	+14%	592

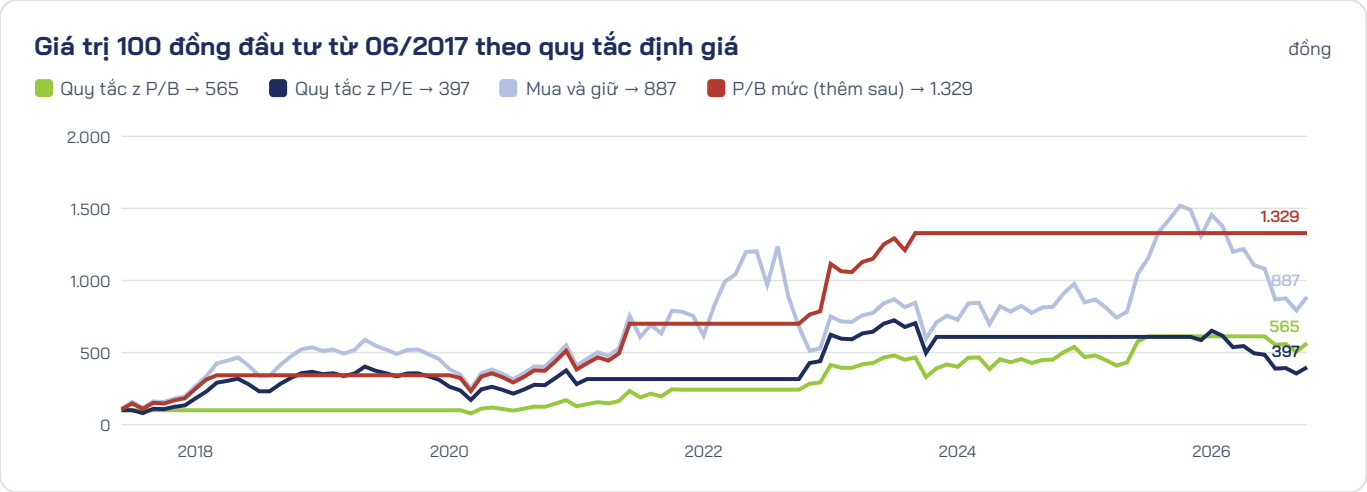
Nguồn: AAS tính.



Nguồn: AAS tính.

Quy tắc (khớp phiên sau, phí 0,4%)	CAGR	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Mua và giữ: CAGR	Mua và giữ: sụt giảm
z P/E < −1 mua, > +1 bán (định trước)	+15,9%	−61%	3	+26,3%	−74%
z P/B < −1 mua, > +1 bán (định trước)	+20,4%	−41%	3	+26,3%	−74%
P/B < 1,0 mua, > 1,8 bán (thêm sau khi xem bảng P/B)	+31,9%	−33%	3	+26,3%	−74%

Nguồn: AAS tính, 06/2017–10/2026.



Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh gồm cổ tức, phí 0,4% mỗi chiều.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH ANV

- **Đang nắm giữ:** giữ, không bình quân giá trước BCTC Q3/2026 (~20/10). Mức cắt lỗ tham chiếu 15,8 nghìn (−9%).
- **Chưa có cổ phiếu:** mua 1/3 ở 15–16 nghìn (quanh giá trị sổ sách cuối 2026F); thêm 1/3 khi BCTC Q3 cho biên gộp ≥ 16% và không có truy thu CBPG; 1/3 còn lại khi Hải quan cho thấy xuất khẩu tháng 10–11 hồi phục hoặc POR22 sơ bộ thấp.
- **Bán hoặc giảm tỷ trọng khi:** giá đóng cửa dưới 15,8 nghìn; Brazil ban hành hạn ngạch/cấm rô phi; ANV ghi nhận truy thu CBPG lớn; giá vượt 21 nghìn mà biên gộp chưa hồi phục.
- **Mốc theo dõi:** (1) Hải quan tháng 9–10 (~10/10, 10/11); (2) BCTC Q3/2026 (~20/10): biên gộp, CPBH, phải thu, tài sản sinh học, khoản CBPG; (3) kết quả sơ bộ POR22; (4) giá bột cá World Bank hằng tháng; (5) dự luật PL 6.331/2025 và kiến nghị hạn ngạch ở Brazil; (6) hết hiệu lực ICMS Minas Gerais 31/10/2026.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 05/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.