

# Ngành Thủy sản

## Phục hồi tích cực nhưng còn rủi ro

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
(+84) 24-565-0008 [quannd@kbsec.com.vn](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

23/12/2024

### Hoàn thành mục tiêu 10 tỷ USD xuất khẩu thủy sản trong 2024 và kì vọng tiếp tục tăng trưởng trong 2025

Theo VASEP, giá trị xuất khẩu thủy sản của Việt Nam sẽ vượt mức 10 tỷ USD, tăng 12.3% so với mức 8.9 tỷ USD trong 2023. Dù vẫn thấp hơn 11 tỷ USD vào 2022, xuất khẩu thủy sản cho thấy nhu cầu phục hồi ổn định tốt về mặt sản lượng trong khi giá bán trung bình vẫn duy trì ở mức tương đương cùng kì. Xuất khẩu tôm và cá tra dự kiến đạt lần lượt 4 tỷ và 2 tỷ USD, lần lượt +18% và +11% YoY. Theo VASEP, xuất khẩu thủy sản hướng tới mục tiêu 11 tỷ USD trong 2025, tương ứng mức tăng 10% so với 2024. Chúng tôi cho giữ quan điểm tích cực với ngành cá tra khi giá bán trung bình trong 2025 dự kiến ở mức cao hơn so với 2024.

### Biên lợi nhuận các doanh nghiệp trong 2025 dự kiến phục hồi tích cực

Xuất khẩu phục hồi giúp giá bán trung bình các doanh nghiệp được cải thiện. Trong khi đó, nguyên liệu sử dụng làm thức ăn chăn nuôi (TACN) cho cá bao gồm cám, bột cá và bã đậu nành đang trên đà giảm và thấp hơn từ 16-18% so với đầu năm giúp các doanh nghiệp với hệ sinh thái khép kín từ TACN đến trang trại cá như VHC và ANV sẽ được hưởng lợi nhất.

### Rủi ro thuế trong nhiệm kì tổng thống mới của Mỹ không cao

Chúng tôi cho rằng tác động từ việc áp thuế nhập khẩu vào Mỹ trong nhiệm kì tổng thống mới sẽ tập trung nhiều hơn vào Trung Quốc, Mexico, Canada và các nước BRICS. Điều này sẽ có tác động tích cực hơn đối với cá tra so với các mặt hàng cá thị trắng nhập khẩu từ Trung Quốc và Nga.

## Trung lập thay đổi

| Khuyến nghị  |           |
|--------------|-----------|
| VHC          | Trung lập |
| Giá mục tiêu | 78,300    |

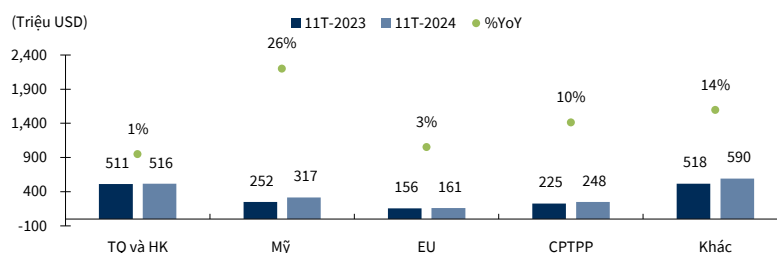
## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

**Xuất khẩu cá tra dự kiến quay trở lại mức 2 tỷ USD, tăng trưởng chủ yếu đến từ Mỹ và các thị trường mới mở rộng**

Xuất khẩu cá tra trong 11 tháng đạt 1.8 tỷ USD, tăng 10% YoY. Dự báo giá trị xuất khẩu trong tháng cuối năm tiếp tục phục hồi với tốc độ 10% nhờ nhu cầu nhập khẩu cho các dịp lễ hội cuối năm và rủi ro thuế cao trong 2025 khiến các nhà nhập khẩu tăng tích trữ hàng hóa.

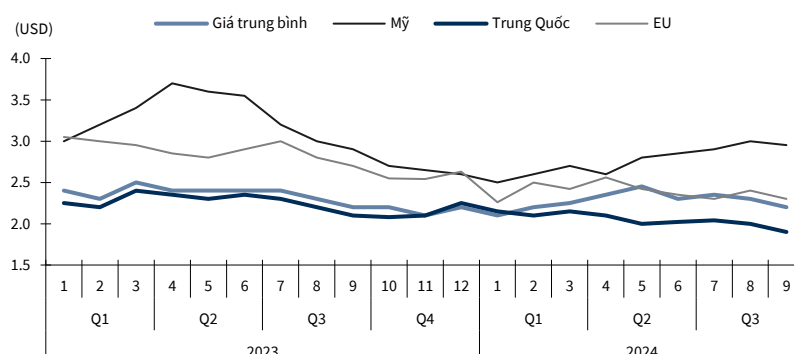
Tăng trưởng trong 2024 chủ yếu đến từ thị trường Mỹ và quốc gia khác khi các doanh nghiệp xuất khẩu cố gắng đa dạng hóa thị trường, nhằm giảm thiểu rủi ro tập trung. Giá bán thị trường Mỹ duy trì ở mức cao trong quý cuối năm (khoảng 3.1 USD/kg), nhưng vẫn duy trì được lợi thế giá so với các loại cá thịt trắng khác nhập khẩu vào Mỹ. Trong khi đó, Nga tăng xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc nhằm bù đắp sụt giảm từ căng thẳng với EU và Mỹ khiến giá xuất cá tra của Việt Nam sang thị trường này duy trì ở mức thấp. Giá bán tại EU tiếp tục duy trì ở mức thấp do khẩu vị của người tiêu dùng vốn ưa chuộng các loại thủy sản khác hơn trong khi bối cảnh tăng trưởng kinh tế thấp tại khu vực EU (dự kiến đạt 0.9% trong 2024) khiến tiêu thụ/đầu người không có sự tăng trưởng đột phá.

**Biểu đồ 1. Xuất khẩu cá tra trong 11T-2024**



Nguồn: VASEP, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 2. Giá xuất khẩu cá tra tại các thị trường (USD/kg)**

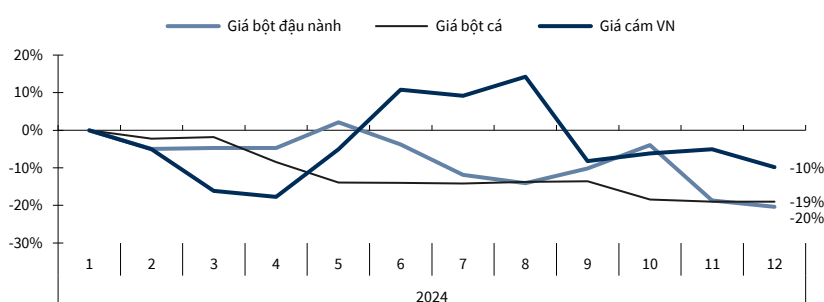


Nguồn: VASEP, KBSV tổng hợp

### Nguyên liệu đầu vào thức ăn chăn nuôi (chiếm 70% chi phí nuôi cá) đang ở mức thấp

Nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi là cám, bột đậu nành và bột cá đều có đà giảm mạnh lần lượt 10%/20%/19%. Đồng thời, giá cá nguyên liệu thu mua duy trì ở mức cao, khoảng 28,500 đồng/kg (+12% so với đầu năm), giúp cải thiện biên lợi nhuận cho cả các hộ nuôi và doanh nghiệp trong nửa cuối năm 2024. Cả Vĩnh Hoàn (VHC) và Nam Việt (ANV) đều được hưởng lợi lớn nhờ sở hữu nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi và tỷ lệ tự chủ nguồn cá nguyên liệu tại các trang trại cao (lần lượt 70% và 100%). Điều này không chỉ giảm thiểu rủi ro thiếu hụt nguyên liệu và chi phí sản xuất, mà còn cho phép cả hai doanh nghiệp tận dụng sự điều chỉnh giá nguyên vật liệu để cải thiện đáng kể biên lợi nhuận toàn công ty trong giai đoạn vừa qua.

**Biểu đồ 3. Thay đổi giá đầu vào TACN cho cá so với đầu năm**



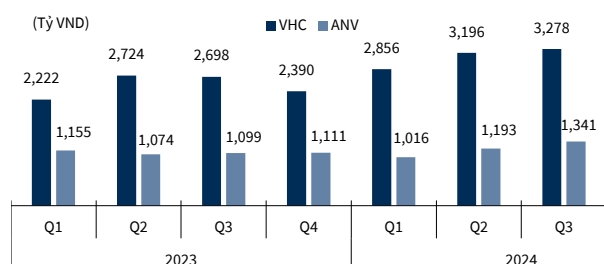
Nguồn: Bloomberg, Wichtat

### KQKD phục hồi phân hóa giữa các doanh nghiệp

9M2024, tăng trưởng doanh thu của VHC và ANV đạt lần lượt 22% và 7% YoY nhờ giá bán tại thị trường Mỹ phục hồi tốt hơn. Với tỉ trọng xuất khẩu sang Trung Quốc ước tính chiếm 40%, ANV chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các loại cá thị trường khác từ Nga và Trung Quốc khiến giá bán tiếp tục ở mức thấp so với 2023 mặc dù có sự phục hồi về sản lượng ở 2 chữ số. Ngoài ra, KBSV cho rằng việc Trung Quốc còn tăng nhập cá nguyên con với tỉ trọng tăng từ 15% vào 2018 lên 25% trong năm nay để chế biến khiến phần nào giảm giá trị gia tăng. Điều này khiến biên EBIT của ANV đi ngang trong 9M2024.

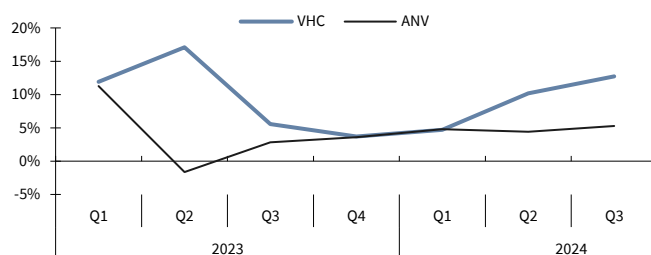
Trái lại, VHC đã tận dụng tốt sự phục hồi ở thị trường Mỹ (chiếm 42% giá trị xuất khẩu) khi xảy ra tình trạng căng thẳng hàng tồn kho. Biên EBIT của VHC cải thiện rõ ràng từ 4.7% trong quý 1 lên mức 12.7% trong quý 3-2024 nhờ giá bán cao hơn trong khi chi phí nuôi cá có xu hướng giảm mạnh.

**Biểu đồ 4. Doanh thu theo quý của VHC và ANV**



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tính toán

**Biểu đồ 5. So sánh biên EBIT của 2 doanh nghiệp**



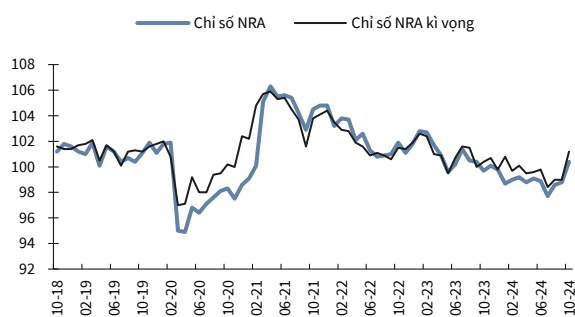
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tính toán

## Triển vọng kinh doanh 2025

### Triển vọng xuất khẩu vẫn tươi sáng 2025

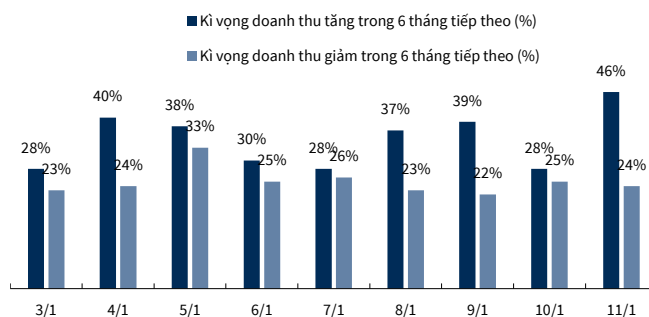
Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm tích cực với xuất khẩu cá tra sang Mỹ nhờ giá bán cạnh tranh trong khi hai mặt hàng thay thế gần nhất với cá tra là cá Minh Thái và Rô phi từ Nga và Trung Quốc tiếp tục gặp những yếu tố bất lợi trong 2025. Chỉ số lạm phát ưa thích của FED là lạm phát PCE đã giảm về mức 2.4% trong khi GDP quý 3 đạt 3.1% (cao nhất trong các quý của 2024) cho thấy kinh tế Mỹ vẫn đang diễn biến khả quan. Bên cạnh đó, khảo sát từ hiệp hội nhà hàng Mỹ vượt 100 điểm cho thấy kì vọng tích cực về tăng trưởng doanh thu trong 6 tháng tới sẽ thúc đẩy nhập khẩu thủy sản trong ngắn hạn. Chúng tôi kì vọng sản lượng xuất khẩu sang Mỹ sẽ tăng trưởng từ 5-10% trong 2025.

Biểu đồ 6. Chỉ số nhà hàng Mỹ - NRA



Nguồn: NRA, Bloomberg

Biểu đồ 7. Khảo sát tâm lý chủ nhà hàng



Nguồn: NRA, Bloomberg

### Thuế nhập khẩu vào thị trường Mỹ là yếu tố cần theo dõi

Chúng tôi kì vọng mức thuế áp vào Trung Quốc dự kiến cao hơn so với các quốc gia còn lại, trong đó có Việt Nam, từ đó giúp cải thiện sản lượng nhập khẩu từ Việt Nam như mặt hàng thay thế. Việc hai mặt hàng thay thế với mức giá cạnh tranh với cá tra là rô phi và minh thái sẽ chịu áp lực thuế và rào cản thương mại vào Mỹ cao hơn, sẽ tác động tích cực đến giá bán cá đầu ra của doanh nghiệp Việt Nam.

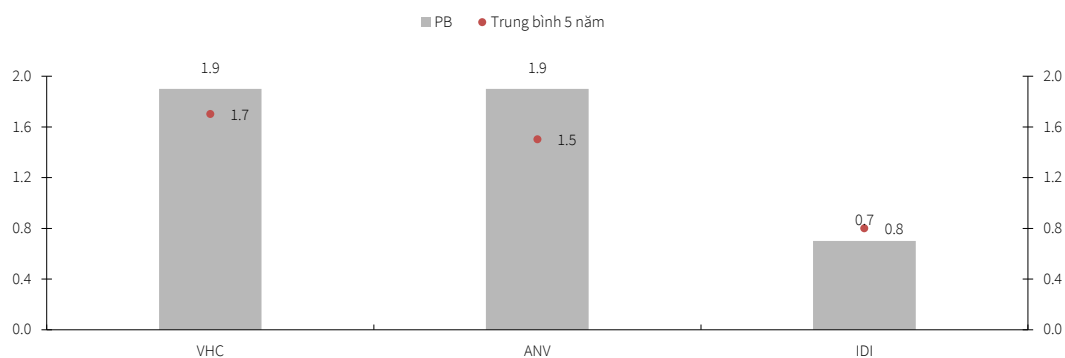
### TACN cho cá dự kiến tiếp tục ở mức thấp sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận

Theo USDA, giá bán các loại cây trồng (chủ yếu là lúa mì, ngũ cốc, ngô và đậu nành) dự kiến duy trì ở mức thấp hiện tại do sản lượng thu hoạch tại Mỹ và Brazil dự kiến tăng trưởng trên 10% nhờ thời tiết ôn hòa hơn trong khi tăng trưởng kinh tế yếu tại Trung Quốc sẽ hạn chế đà tăng giá. KBSV dự phóng giá đầu vào thức ăn chăn nuôi trung bình ngang bằng so với 2024 nhưng mức thấp hơn từ 15%-20% so với 2023 giúp tăng biên lợi nhuận trang trại nuôi của doanh nghiệp.

Chúng tôi tin rằng VHC và ANV sẽ được hưởng lợi nhất nhờ hệ sinh thái khép kín giúp trực tiếp tăng biên lợi nhuận gộp trang trại nuôi cá. Chúng tôi kì vọng biên gộp của VHC sẽ phục hồi lên trung bình khoảng 17%-17.5% (+200-250 bps so với 2024) giúp tăng trưởng LNST đạt 19-20% trong 2025.

**Định giá đã phần nào phản ánh triển vọng phục hồi**

Cả 2 doanh nghiệp hàng đầu về xuất khẩu thủy sản đang giao dịch ở trên mức PB trung bình 5 năm. Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** do giá cổ phiếu đã phần nào phản ánh triển vọng hồi phục tích cực. Nhà đầu tư có thể cân nhắc đầu tư khi giá cổ phiếu điều chỉnh về vùng hợp lý hơn.

**Biểu đồ 8. Định giá PB hiện tại và trung bình 5 năm**

Nguồn: Bloomberg

# CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

## Kì vọng xuất khẩu tiếp tục tươi sáng

17/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
[quannd@kbsec.com.vn](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

**Nhu cầu phục hồi tại các thị trường chính giúp KQKD 3Q2024 phục hồi khả quan**

Lũy kế 3Q2024, doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 9,329 đồng (+22% YoY) và LNST đạt 808 tỷ đồng (-4.8% YoY), chủ yếu nhờ phục hồi sản lượng hai chữ số ở hầu hết thị trường. Dự báo quý 4 tiếp tục đà phục hồi, giúp doanh thu và lợi nhuận đạt lần lượt 12,555 tỷ VNĐ (+ 25% YoY) và 1,102 tỷ VNĐ (+20% YoY), hoàn thành lần lượt 109% và 110% kế hoạch kịch bản cao của doanh nghiệp.

**Chi phí thức ăn chăn nuôi tiếp tục xu hướng giảm từ cuối 2023 đến nay**

Với tỉ lệ tự chủ khoảng 70% cá nguyên liệu và tự sản xuất thức ăn (vốn chiếm khoảng 70% chi phí nuôi cá), giá nguyên liệu đầu chính là bột cá và bã đậu giảm lần lượt 18%/22% so với đầu năm cùng giá bán cải thiện ở hầu hết các thị trường sẽ giúp Vĩnh Hoàn cải thiện biên lợi nhuận gộp lên mức gần 18% (so với mức trung bình 14% trong 9T/2024).

**Giá bán phục hồi ở thị trường Mỹ với nhờ tâm lý cải thiện**

Báo cáo hiệp hội nhà hàng tại Mỹ cho thấy tâm lý lạc quan được cải thiện đáng kể sau cuộc bầu cử tổng thống. Điều này kì vọng sẽ có tác động tích cực đến nhu cầu tiêu thụ cá tra từ Việt Nam.

**Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 78,600 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu là 78,600 VND với tiềm năng tăng giá là 9%, tương đương với mức PER dự phóng cho năm 2025 là 13.4x, cao hơn mức trung bình 5 năm là 8x. Cổ phiếu VHC đã tăng 23% từ đầu năm, phản ánh kì vọng phục hồi đáng kể so với mức nền thấp trong 2023.

## TRUNG LẬP thay đổi

|                               |                  |
|-------------------------------|------------------|
| <b>Giá mục tiêu</b>           | <b>VND78,600</b> |
| Tăng/giảm (%)                 | 9%               |
| Giá hiện tại (17/12/2024)     | VND 72,700       |
| Giá mục tiêu đồng thuận       | VND 84,100       |
| Vốn hóa (nghìn tỷ VNĐ/tỷ USD) | 16.3/0.65        |

### Dữ liệu giao dịch

|                                 |                             |
|---------------------------------|-----------------------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng    | 35.2%                       |
| GDTB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD) | 192.9/7.7                   |
| Sở hữu nước ngoài               | 28.5%                       |
| Cổ đông lớn                     | Trương Thị Lệ Khanh (42.3%) |

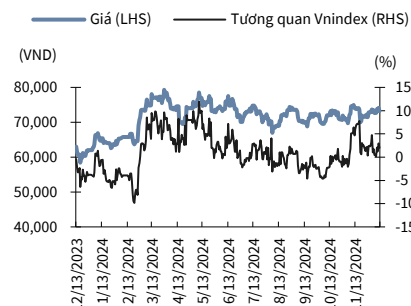
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | YTD  | 3M    | 6M   | 12M   |
|-----------|------|-------|------|-------|
| Tuyệt đối | -3.7 | -12.2 | -2.7 | -5.7  |
| Tương đối | -2.2 | -9.2  | -0.3 | -18.3 |

### Dự phóng KQKD & định giá

| FY-end                         | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh số thuần (tỷ VNĐ)        | 13,231 | 10,033 | 12,555 | 13,127 |
| Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh | 2,319  | 1,118  | 1,348  | 1,614  |
| Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)    | 1,975  | 919    | 1,102  | 1,315  |
| EPS (VNĐ)                      | 10,771 | 4,914  | 4,908  | 5,858  |
| Tăng trưởng EPS (%)            | 80     | -54    | 0      | 19     |
| P/E (x)                        | 8.2    | 17.6   | 14.7   | 12.3   |
| P/B (x)                        | 2.2    | 1.9    | 1.9    | 1.8    |
| ROE (%)                        | 26     | 11     | 14     | 15     |
| Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)  | 3.0    | 0.0    | 5.5    | 2.7    |

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Khối phân tích**

research@kbsec.com.vn

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**

binhnx@kbsec.com.vn

**Tài chính****Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**

tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**

linhpp@kbsec.com.vn

**Hàng tiêu dùng****Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**

quannd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích**

anhnhd@kbsec.com.vn

**Bất động sản****Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**

ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích**

trangnt6@kbsec.com.vn

**Công nghiệp & Vật liệu****Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**

anhntn@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**

nguyennd1@kbsec.com.vn

**Vĩ mô & Chiến lược****Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**

anhtd@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**

tienns@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**

thuannd@kbsec.com.vn

**Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ****Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**

hieupm@kbsec.com.vn

**Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích**

anhnv3@kbsec.com.vn

**Bộ phận Hỗ trợ****Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**

thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Trung lập:                | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan:                | Trung lập:         | Kém khả quan:      |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.