

Tập đoàn Minh Phú (MPC)

Hưởng lợi nhiều nhất từ đà tăng xuất khẩu tôm

Chuyên viên phân tích Thủy sản
Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

12/08/2020

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 31,700 VND khi hưởng lợi nhiều nhất từ đà tăng xuất khẩu tôm

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu đối với CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 31,700 VND dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Chúng tôi kỳ vọng MPC sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ việc xuất khẩu tôm tiếp tục đà tăng trưởng trong Q4 khi đây là doanh nghiệp tôm lớn nhất của Việt Nam. Các yếu tố ngắn hạn hỗ trợ ngành tôm trong Q4 bao gồm: 1) xuất khẩu sang Trung Quốc có xu hướng tăng khi hai đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Việt Nam (Ấn Độ và Ecuador) đang bị gián đoạn nguồn cung do đại dịch; và 2) Hiệp định EVFTA có hiệu lực từ tháng 8 xóa bỏ ngay mức thuế 4.2% đối với tôm đông lạnh, cải thiện khả năng cạnh tranh về giá tại thị trường EU.

Đẩy mạnh xuất khẩu tôm sang thị trường Mỹ & Nhật Bản năm 2021E

Đà tăng trưởng xuất khẩu tôm sang Mỹ và Nhật Bản kỳ vọng sẽ tiếp tục trong năm 2021E, do: 1) giành thị phần tại thị trường Mỹ từ tay các doanh nghiệp tôm Trung Quốc giữa cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung; và 2) tăng nhu cầu tiêu thụ tôm tại Nhật Bản khi Olympic Tokyo được tổ chức giữa năm 2021E.

Nâng cấp mô hình nuôi tôm để đáp ứng yêu cầu khắt khe về quy tắc xuất xứ, an toàn thực phẩm & bền vững môi trường

Ban lãnh đạo hiện đang nâng cấp mô hình nuôi tôm để tăng sản lượng và tỷ lệ tự chủ bằng cách tăng số vụ thu hoạch. Mô hình “2-3-4” mới của MPC hứa hẹn sẽ đáp ứng các yêu cầu nghiêm ngặt về an toàn thực phẩm, tính bền vững về môi trường và quan trọng nhất là quy tắc xuất xứ. MPC hiện đang bị Mỹ điều tra chống bán phá giá khi sử dụng tôm Ấn Độ (rẻ hơn) làm nguyên liệu đầu vào cho các sản phẩm tôm chế biến của mình.

Mua lần đầu

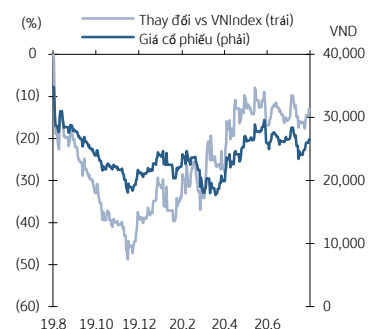
Giá mục tiêu	31,700 VND
Tổng mức sinh lời (%)	27.2%
Giá hiện tại (12/08/2020)	26,500 VND
Giá consensus	21,600 VND
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	228 tr.USD

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	50.1%
GTGD trung bình (3T)	0.13 tr.USD
Room khối ngoại (%)	11.7%
Cổ đông lớn (%)	Mitsui (35.1%)

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.0	-2.2	14.7	-24.1
Tương đối	2.9	-3.6	27.0	-13.3

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	16,998	14,826	17,289	18,458
EBIT	611	991	987	1,080
LN sau CĐTS	441	924	881	954
EPS (VND)	2,531	4,619	4,403	4,771
Thay đổi EPS (%)	(64.5)	82.5	(4.7)	8.4
P/E (x)	10.5	5.7	6.0	5.6
EV/EBITDA (x)	8.8	6.4	6.7	6.2
P/B (x)	1.1	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	10.1	17.4	15.3	15.8
Tỷ suất cổ tức (%)	15.4	7.6	11.3	12.1



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Hưởng lợi nhiều nhất từ đà tăng xuất khẩu tôm

**Tập đoàn thủy sản Minh Phú (MPC):
Xuất khẩu tôm tiếp tục đà tăng
trưởng trong năm 2021E**

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu MPC với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 31,700 VND. Chúng tôi định giá dựa vào mô hình chiết khấu dòng tiền theo phương pháp dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Xuất khẩu tôm của Việt Nam không bị cản trở bởi đại dịch và đà tăng trưởng sẽ tiếp tục trong năm 2021E, với MPC được hưởng lợi nhiều nhất khi là doanh nghiệp tôm lớn nhất Việt Nam.

**Q2 tăng bất chấp đại dịch; nửa cuối
năm tiếp tục đà tăng nhờ ghi nhận
doanh thu từ các đơn hàng bị hoãn**

Lợi nhuận sơ bộ Q2 tăng 155% so với cùng kỳ năm trước lên 179 tỷ VND với doanh thu 2,736 tỷ VND (giảm 34% YoY) do: 1) biên lợi nhuận gộp tăng từ 11% năm 2019 lên 12% do đại dịch khiến giá thu mua tôm đầu vào giảm; 2) chi phí lãi vay giảm 49% YoY sau khi trả bớt nợ vay bằng tiền thu được từ việc bán cổ phần cho Mitsui vào năm ngoái; và 3) chi phí bán hàng giảm 48% YoY do chi phí vận chuyển và lưu kho giảm. Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu tôm tăng mạnh từ tháng 7 sẽ đẩy lợi nhuận Q3 tăng 57% YoY và Q4 tăng 509% YoY chủ yếu do: 1) con số tăng trưởng tốt hơn khi so sánh cùng kỳ năm trước do xuất khẩu nửa cuối năm 2019 giảm mạnh sau cuộc điều tra chống bán phá giá của Mỹ; 2) hoàn thành bản điều tra ban đầu đối với vụ kiện chống bán phá giá; và 3) giao các đơn hàng bị hoãn trong Q1 và Q2 do đại dịch.

**Ước tính tốc độ tăng trưởng lợi
nhuận bình quân 11.2%/năm giai
đoạn 2021E-2025E**

Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân 11.2%/năm giai đoạn 2021E-2025E và kỳ vọng lợi nhuận 2021E sẽ giảm 8% YoY do năm nay đã tăng mạnh. Chúng tôi giả định: 1) kết quả tích cực từ vụ kiện bán phá giá; 2) biên lợi nhuận gộp giảm (bình thường trở lại) khi các đối thủ cạnh tranh phục hồi sau khi bị gián đoạn sản xuất do đại dịch; và 3) tỷ lệ tự chủ tăng khi triển khai xong mô hình nuôi tôm “2-3-4” từ năm 2021E. Chúng tôi chưa đưa vào dự phóng ảnh hưởng của mô hình nuôi tôm “2-3-4” đến biên lợi nhuận gộp cho đến khi mô hình này bắt đầu thực hiện trên diện rộng.

Định giá mục tiêu 12 tháng dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền do không có chính sách cổ tức nhất quán

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá và dùng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) để ước tính chi phí vốn chủ sở hữu và chi phí nợ vay. Từ đó, chúng tôi xác định mức chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) để chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (phương pháp FCFE). Chúng tôi cho rằng DCF là phương pháp phù hợp nhất để xác định giá mục tiêu trong 12 tháng tới vì các công ty thủy sản Việt Nam không có chính sách cổ tức nhất quán, chủ yếu do lợi nhuận có tính chu kỳ cao khi ngành này phụ thuộc nhiều vào giá cả hàng hóa. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng các khoản đầu tư nâng cấp vùng nuôi hiện tại sẽ dần đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng toàn cầu khắt khe, nhờ đó ổn định dần dòng tiền của doanh nghiệp trong giai đoạn dự phóng, tạo điều kiện để các công ty thủy sản có thể áp dụng chính sách cổ tức bền vững hơn.

Bảng 1. Minh Phú (MPC) – Định giá (DCF) & giá mục tiêu (VND, %)

Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
WACC	W	9.89%	$(E/(E+D) * k_E) + ((D/(E+D)) * k_D * (1-t))$
Chi phí vốn CSH	k_E	13.49%	$r_f + (\beta_E * m)$
Beta có đòn bẩy	β_E	1.175	$\beta_A(1+((1-t)*D/E))$
Beta tài sản	β_A	0.810	Beta tài sản của ngành (BQ gia quyền)
Chi phí vốn vay	k_D	7.00%	$r_f + (\beta_D * m)$
Beta vốn vay	β_D	0.448	d / m
Giá định			
Đòn bẩy mục tiêu	D/E	50.00%	Tỷ lệ vốn vay/VCSH dài hạn
Thuế TNDN	t	10.00%	Thuế TNDN cận biên
Phần bù vốn vay	d	4.00%	Chênh lệch của trái phiếu hạng đầu tư
Phần bù RR thị trường	m	8.93%	Tỷ suất LN thị trường - LS phi RR
LS phi rủi ro	r_f	3.00%	Trái phiếu Chính phủ 10 năm
GTCC theo % GTDN		77.0%	
Hiện giá Dòng tiền tương lai (Tỷ VND)		1,963	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		6,581	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		8,544	
Tổng suất sinh lời		27.2%	
Giá mục tiêu (VND)		31,700	
Cổ tức/cp (VND)		2,000	

Nguồn: Chứng khoán KB Việt Nam

Miễn thuế chống bán phá giá tại thị trường Mỹ, nhưng đang bị Mỹ điều tra

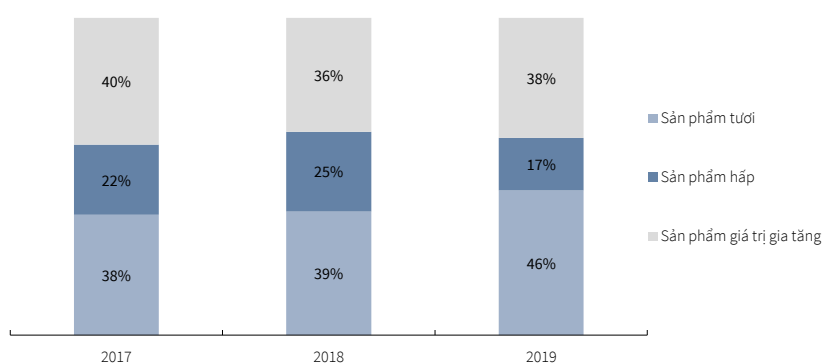
Chúng tôi kỳ vọng MPC sẽ tiếp tục giành thị phần tại thị trường Mỹ khi các đối thủ Trung Quốc đang bị áp thuế nhập khẩu cao do cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung. Thị phần tôm chế biến (mặt hàng chiếm 50-60% doanh thu của MPC) đã chuyển từ tôm Trung Quốc và Thái Lan sang tôm Ấn Độ, Indonesia và Việt Nam trong giai đoạn chiến tranh thương mại. MPC được miễn thuế chống bán phá giá tại Mỹ kể từ năm 2016 đến nay nhưng hiện MPC đang bị Mỹ điều tra vấn đề trốn thuế chống bán phá giá khi sử dụng tôm Ấn Độ làm nguyên liệu chế biến tôm xuất khẩu sang Mỹ (tôm Ấn Độ đang bị áp thuế chống bán phá giá).

Bảng 2. Thủy sản Việt Nam – Thuế chống bán phá giá của Mỹ áp lên doanh nghiệp tôm Việt Nam, 2009-2018 (%)

	Kỳ xem xét	Toàn quốc	Minh Phú	Stapimex	Camimex	Fimex	NTSF
POR 5	2009-2010	25.76	1.15	1.04	0.83	1.04	0
POR 6	2010-2011	25.76	1.27	1.25	1.25	1.25	1.23
POR 7	2011-2012	25.76	0	0	0	0	0
POR 8	2012-2013	25.76	4.98	9.75	6.37	6.37	6.37
POR 9	2013-2014	25.76	1.39	0.91	0.91	0	0.91
POR 10	2014-2015	25.76	0	4.78	4.78	4.78	4.78
POR 11	2015-2016	25.76	0	4.78	4.78	4.78	4.78
POR 12	2016-2017	25.76	0	4.58	4.58	4.58	4.58
POR 13	2017-2018	25.76	0	0	0	0	0

Nguồn: Bộ Thương mại Hoa Kỳ

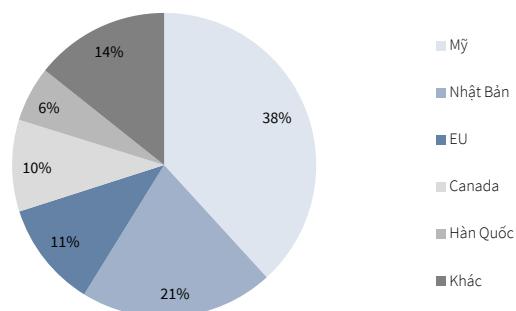
Biểu đồ 1. Minh Phú (MPC) – Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, 2017-2019 (%)



Nguồn: Báo cáo công ty

Sản phẩm giá trị gia tăng của MPC ngày càng phổ biến tại thị trường Nhật Bản

Nhập khẩu chiếm khoảng 40% sản lượng thủy sản tiêu thụ của Nhật Bản, và Việt Nam cung cấp khoảng 22% tôm đông lạnh và 38% tôm chế biến mà Nhật Bản nhập khẩu. MPC là doanh nghiệp tôm lớn nhất của Việt Nam xuất khẩu sang Nhật Bản, chiếm 25% tổng giá trị tôm xuất khẩu sang thị trường này. Hơn nữa, MPC nổi tiếng với các mặt hàng giá trị gia tăng (như tôm tempura, tôm xé bướm) và được ưa chuộng tại thị trường này, khiến đây trở thành một trong những thị trường có biên lợi nhuận cao nhất của công ty. Chúng tôi kỳ vọng Olympic Tokyo vào giữa năm 2021E sẽ thúc đẩy tiêu thụ tôm ở Nhật Bản.

Biểu đồ 2. Minh Phú (MPC) – Cơ cấu doanh thu theo thị trường, 2019 (%)

Nguồn: Báo cáo công ty

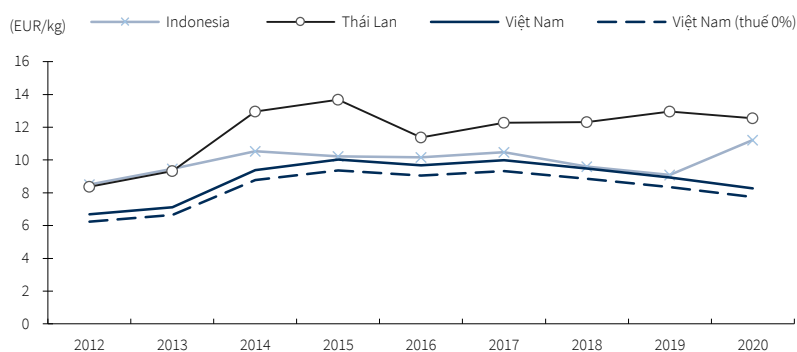
Tăng lợi thế cạnh tranh về giá tại thị trường EU khi EVFTA xóa bỏ thuế nhập khẩu

Hiện tại, tôm đông lạnh của Việt Nam có giá trung bình khoảng 8.70 EUR/kg, cao hơn so với giá 6.00 EUR/kg của tôm Ecuador (dẫn đầu về giá và không chịu thuế nhập khẩu kể từ năm 2017) và 6.60 EUR/kg của tôm Ấn Độ. Tuy nhiên, tôm đông lạnh rất nhạy cảm về giá ở thị trường EU và chúng tôi tin rằng việc xóa bỏ thuế nhập khẩu 4.2% đối với tôm Việt Nam vẫn sẽ cho phép MPC giành thêm thị phần. Tuy vậy, MPC vẫn sẽ tiếp tục tập trung vào thị trường tôm chế biến, khi đây là mảng thế mạnh của tôm Việt Nam với vị thế dẫn đầu chiếm 1/3 thị phần và có giá cạnh tranh nhất ở mức 8.30 EUR/kg so với 11.20 EUR/kg của tôm Indonesia và 12.60 EUR/kg của tôm Ấn Độ. EVFTA sẽ giảm thuế nhập khẩu đối với tôm chế biến Việt Nam xuống 5.0% vào năm 2025E, 2.5% vào năm 2026E và loại bỏ hẳn vào năm 2027E.

Bảng 3. Thủy sản Việt Nam – Lộ trình xóa bỏ thuế theo EVFTA, 2020E-2027E (%)

	Thuế hiện tại	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tôm đông lạnh	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tôm chế biến	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	5.0%	2.5%	0.0%

Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Hải quan Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 3. Thủy sản EU – Giá nhập khẩu tôm chế biến sau thuế, 2012-4T20 (EUR/kg)

Nguồn: Eurostat, Europa, Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Mô hình nuôi tôm “2-3-4” tăng sản lượng, giảm chi phí và cải thiện chất lượng

MPC có kế hoạch tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu lên 50% trong dài hạn (so với 10% hiện nay). Chúng tôi kỳ vọng mô hình nuôi tôm “2-3-4” của MPC khi được áp dụng hết cho các ao nuôi hiện tại sẽ nâng dần tỷ lệ tự chủ lên 30% vào năm 2021E. Mô hình “2-3-4” ước tính sẽ tăng sản lượng lên 3.6 lần khi thu tủa 3 lần và tách khâu nuôi thành 2 giai đoạn để tăng tỷ lệ sống. Sản lượng tăng thêm được kỳ vọng sẽ thay thế cho lượng tôm nguyên liệu nhập khẩu từ Ấn Độ để chế biến tôm xuất khẩu sang Mỹ, nhằm tránh bị điều tra chống bán phá giá. Tỷ lệ tự chủ cao hơn cũng sẽ giúp MPC giảm chi phí (chúng tôi ước tính giảm khoảng 5% mỗi tấn) và đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng quốc tế. MPC đã triển khai mô hình này tại 400 ao tại vùng nuôi Lộc An và 360 ao tại vùng nuôi Kiên Giang, tức khoảng 50-60% tổng số ao hiện tại.

Tách khâu nuôi và thu tủa nhiều lần để tăng sản lượng và tỷ lệ sống sót

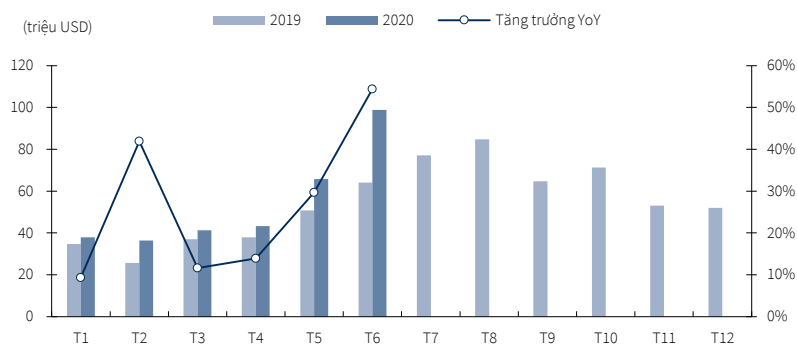
Mô hình nuôi “2-3-4” của MPC bao gồm: 1) “2” giai đoạn với giai đoạn 1 tôm giống được ương trong các hồ nhỏ trong 30 ngày và giai đoạn 2 sẽ chuyển sang nuôi trong các ao nuôi lớn hơn; 2) thu tủa “3” lần, với 50% ao nuôi được thu hoạch sau 60 ngày (kích cỡ 65-70 con/kg), 45% ao được thu hoạch sau 85 ngày (kích cỡ 40-45 con/kg), và 5% còn lại sau 115 ngày (kích cỡ 20-25 con/kg); và 3) “4” sạch bao gồm tôm giống sạch bệnh, nước sạch, sạch về kháng sinh và sạch về môi trường. Hiện mô hình này vẫn chưa được áp dụng hết cho các vùng nuôi của MPC nên chúng tôi chưa đưa vào dự phóng.

Bảng 4. Minh Phú (MPC) – So sánh mô hình truyền thống và mô hình “2-3-4”

Chi tiêu	Đơn vị	Mô hình "2-3-4"	Mô hình truyền thống	Thay đổi
Số vụ mỗi năm	vụ	1.5	2.0	
Số lần thu tủa mỗi năm	lần	4.5	2.0	
Số ao trên mỗi héc-ta	ao	2.5	2.5	
Chi phí hàng năm	triệu VND/ha	3,225	930	2.5 lần
Chi phí đầu vào mỗi vụ	triệu VND/ao/vụ	860		
Sản lượng hàng năm	tấn/ha	23.6	6.5	2.6 lần
Năng suất	tấn/ao/vụ	7.0	2.0	
Thu tủa lần 1		1.3		
Thu tủa lần 2		2.2		
Thu tủa lần 3		3.5		
Tỷ lệ sống sót	%	90%	65%	
Chi phí mỗi tấn	triệu VND/tấn	137	143	-5%

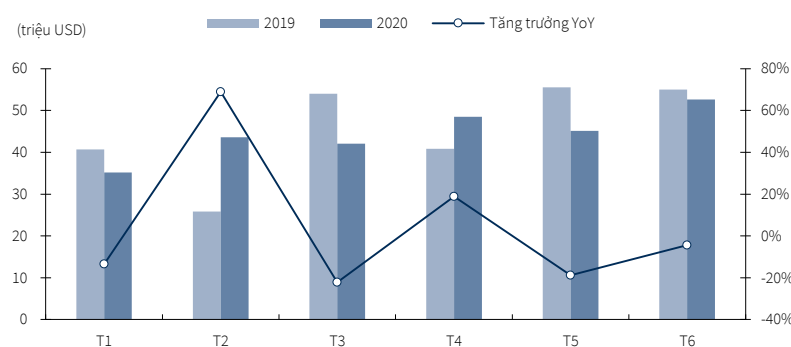
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 4. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu tôm sang Mỹ & tăng trưởng YoY hàng tháng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)



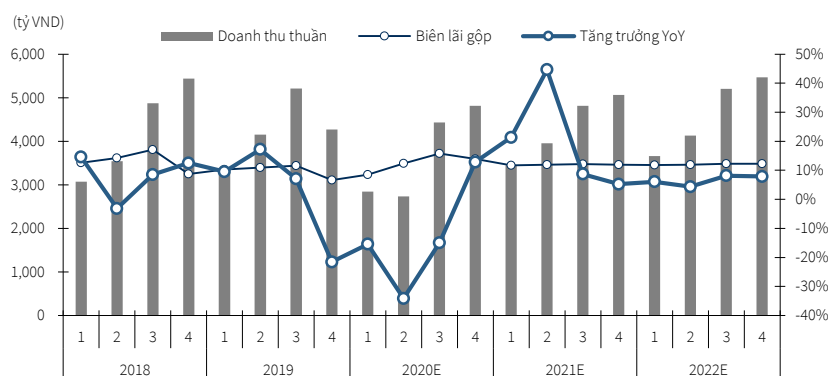
Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 5. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu tôm sang Nhật Bản & tăng trưởng YoY hàng tháng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)



Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 6. Minh Phú (MPC) – Dự phóng doanh thu, tăng trưởng YoY và biên lãi gộp hàng quý, 2018-2022E (tỷ VND, %)



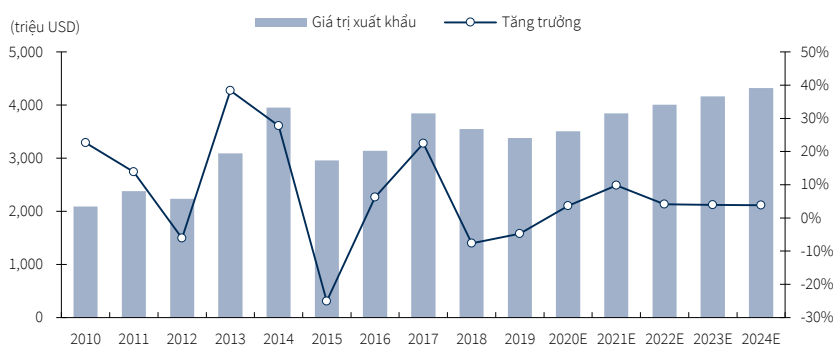
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Tôm tiếp tục đà tăng trưởng trong năm 2021E

Tăng trưởng xuất khẩu tôm không bị cản trở bởi đại dịch và sẽ tăng tiếp trong 2020E-2021E

Xuất khẩu tôm Việt Nam tăng trưởng ổn định với tốc độ bình quân 10%/năm trong giai đoạn 1998-2019, chủ yếu nhờ gia tăng thị phần tại các thị trường chính. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu tôm sẽ tiếp tục tăng trong năm 2020E và 2021E, nhờ nhiều sự kiện có lợi: 1) hai đối thủ cạnh tranh chính của tôm Việt Nam tại thị trường Trung Quốc đang gặp khó khăn vì đại dịch; 2) giành thị phần tại thị trường Mỹ từ tay Trung Quốc khi chiến tranh thương mại Mỹ-Trung vẫn tiếp diễn; 3) tăng khả năng cạnh tranh về giá tại thị trường EU nhờ được xóa bỏ ngay thuế nhập khẩu tôm đông lạnh khi EVFTA có hiệu lực vào tháng 8; và 4) tăng tiêu thụ tôm tại Nhật Bản nhờ Olympic Tokyo vào giữa năm 2021E.

Biểu đồ 7. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu tôm & tăng trưởng, 2010-2024E (triệu USD, % YoY)

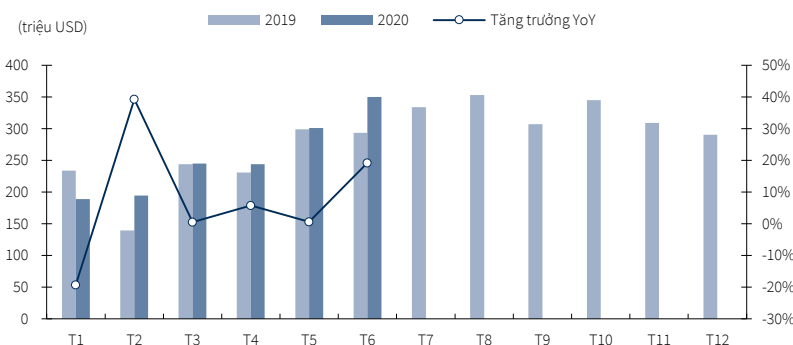


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Xuất khẩu tôm Việt Nam tăng 5.7% YoY bất chấp đại dịch

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, xuất khẩu tôm Việt Nam đạt 1.5 tỷ USD, tăng 5.7% so với cùng kỳ năm ngoái. Giá trị xuất khẩu hàng tháng vẫn duy trì tăng trưởng dương kể từ tháng 2 và không bị kiềm hãm bởi đại dịch.

Biểu đồ 8. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu tôm hàng tháng & tăng trưởng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)

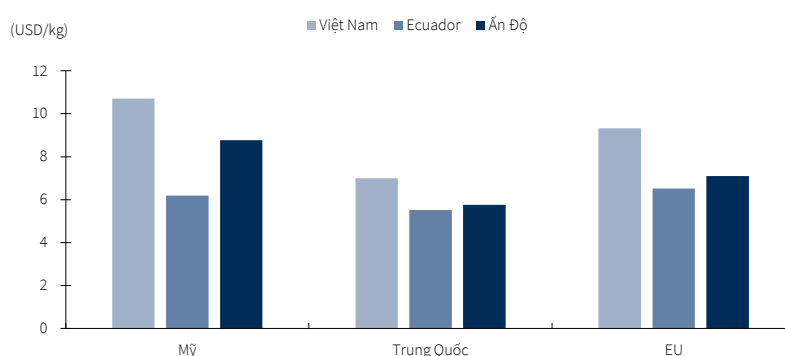


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Nhưng tôm Việt Nam đang mất dần lợi thế cạnh tranh so với Ecuador

Trong 3 nước xuất khẩu tôm hàng đầu thế giới là Ấn Độ, Ecuador và Việt Nam, tôm Việt Nam có giá cao nhất ở hầu hết các thị trường nhưng chất lượng chỉ ở mức trung bình. Ecuador dẫn đầu cả về giá cả và chất lượng, với tôm có độ đồng đều cao, kích cỡ tương đối lớn và giá thấp nhất. Điều này giúp Ecuador vượt mặt Việt Nam vào năm 2019 để trở thành nhà xuất khẩu tôm lớn thứ hai thế giới sau Ấn Độ.

Biểu đồ 9. Thủy sản thế giới – Giá xuất khẩu tôm trung bình tại thị trường Mỹ, Trung Quốc & EU của 3 nước xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới, 2020E (USD/kg)



Nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, International Trade Centre, Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

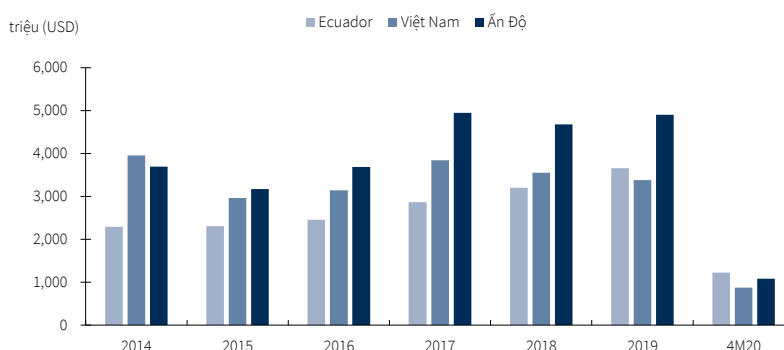
Ba nước xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới đều đang tìm cách nâng cao sản lượng tôm thu hoạch

Để có thể cạnh tranh với các nước như Ecuador và Ấn Độ trên thị trường tôm toàn cầu trong những năm tới, Việt Nam cần tập trung vào việc tăng năng suất nuôi tôm. Các nước xuất khẩu tôm lớn trên thế giới đều đang tăng cường đầu tư để nâng cao sản lượng tôm thu hoạch:

Ấn Độ: Mở rộng vùng nuôi sang các bang khác ngoài vùng Andhra Pradesh (thủ phủ nuôi tôm của Ấn Độ) để gia tăng sản lượng nhờ lợi thế theo quy mô.

Ecuador: Nâng cấp vùng nuôi để tăng năng suất/chất lượng và giảm chi phí sản xuất, thay vì mở rộng vùng nuôi như Ấn Độ.

Việt Nam: Tăng sản lượng bằng việc áp dụng các mô hình nuôi mới như thu tỉa nhiều lần và nuôi tôm hai giai đoạn để cải thiện tỷ lệ sống sót của tôm.

Biểu đồ 10. Thủy sản thế giới – Giá trị xuất khẩu tôm của 3 nước xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới, 2014-T4/2020 (triệu USD)

Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Phòng Nuôi trồng Thủy sản Quốc gia Ecuador, Undercurrentnews

Biểu đồ 11. Thủy sản thế giới – Giá trị xuất nhập khẩu tôm giữa các nước/thị trường chính, T1/2019-T3/2020 (% tổng thế giới)

T1/2019-T3/2020		Nước xuất khẩu									Thế giới
Nước nhập khẩu	Ấn Độ	Ecuador	Việt Nam	Trung Quốc	EU	Thái Lan	Indonesia	Argentina	Khác		
Mỹ	11.35%	2.69%	2.81%	0.46%	0.03%	2.10%	5.53%	0.69%	2.62%	28.28%	
EU	2.51%	3.41%	3.07%	0.57%	6.37%	0.30%	0.43%	2.34%	8.25%	27.25%	
Việt Nam	0.75%	1.14%	0.00%	0.00%	0.01%	0.04%	0.01%	0.08%	0.16%	2.18%	
Nhật Bản	1.48%	0.07%	2.60%	0.40%	0.00%	1.74%	1.52%	0.68%	0.95%	9.45%	
Trung Quốc	4.00%	9.23%	2.01%	0.00%	0.00%	1.18%	0.27%	1.33%	1.90%	19.91%	
Hàn Quốc	0.07%	0.30%	1.51%	0.13%	0.00%	0.26%	0.01%	0.10%	0.38%	2.77%	
Canada	0.59%	0.07%	0.68%	0.36%	0.01%	0.24%	0.10%	0.04%	0.11%	2.19%	
Khác	0.78%	0.65%	1.57%	1.03%	0.29%	0.65%	0.16%	0.83%	2.01%	7.96%	
Thế giới	21.53%	17.58%	14.26%	2.95%	6.71%	6.50%	8.02%	6.08%	16.38%	100.00%	

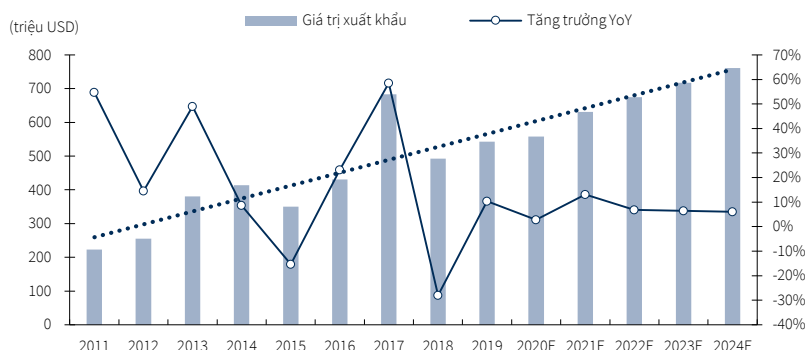
% thế giới

Nguồn: International Trade Centre, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

THỊ TRƯỜNG TRUNG QUỐC: Nguồn cung từ các đối thủ cạnh tranh đang bị gián đoạn do đại dịch

Thị trường tôm Trung Quốc rất nhạy cảm về giá trong khi tôm Việt Nam có mức giá cao nhất trong ba nước xuất khẩu tôm hàng đầu. Tuy vậy, xuất khẩu tôm Việt Nam sang Trung Quốc (chủ yếu là tôm đông lạnh) vẫn có xu hướng tăng rõ rệt với mức tăng bình quân 12%/năm trong giai đoạn 2011-2019. Sau khi chạm đáy vào tháng 2, xuất khẩu tôm sang Trung Quốc đã tăng 23% YoY trong tháng 6 và lũy kế 6 tháng đầu năm chỉ còn giảm 3% YoY xuống còn 227 triệu USD. Mặc dù giá tôm của Việt Nam vẫn cao hơn Ấn Độ và Ecuador, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu tôm Việt Nam sang Trung Quốc sẽ còn tăng nhanh trong năm 2020E và 2021E do nguồn cung từ Ấn Độ và Ecuador đang bị gián đoạn do đại dịch. Chuỗi sản xuất tôm ở 2 nước này vẫn chưa thể phục hồi dù đã hết lệnh phong tỏa toàn quốc, nhất là ở khâu nuôi và chế biến. Hơn nữa, từ tháng 6 Trung Quốc đang tăng cường kiểm tra các sản phẩm thực phẩm đông lạnh nhập khẩu từ các nước có nguy cơ đại dịch cao (bao gồm cả Ấn Độ và Ecuador) sau khi phát hiện dấu vết virus COVID-19 trên bao bì tôm nhập khẩu từ Ecuador.

Biểu đồ 12. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu tôm sang Trung Quốc & tăng trưởng, 2011-2024E (triệu USD, % YoY)

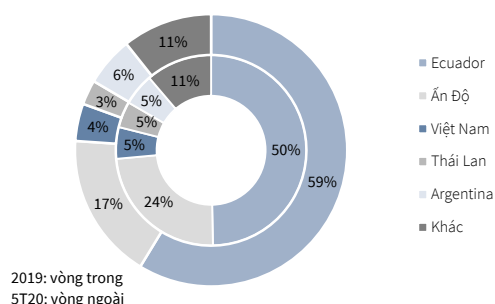


Nguồn: International Trade Centre, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc tiếp tục tăng trong năm 2021E nhưng sẽ tăng chậm lại từ năm 2022E

Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu tôm Việt Nam sang Trung Quốc sẽ tăng 3% YoY trong năm 2020E và tiếp tục tăng 13% YoY vào năm 2021E. Tuy nhiên từ năm 2022E trở đi tăng trưởng sẽ chậm lại còn khoảng 6-7% do tôm Việt Nam thiếu khả năng cạnh tranh về giá. Tôm Việt Nam vẫn chỉ chiếm thị phần khá nhỏ so với Ấn Độ và Ecuador tại thị trường Trung Quốc do giá bán kém cạnh tranh hơn trong khi đây lại là thị trường nhạy cảm về giá. Hơn nữa, nhập khẩu tôm của Trung Quốc chủ yếu là tôm tươi đông lạnh vốn không phải thế mạnh của Việt Nam. Giá cao khiến thị phần tôm Việt Nam tại Trung Quốc chỉ ở mức thấp khoảng 5% vào năm 2019 trong khi Ecuador là 50% và Ấn Độ là 24%. Cạnh tranh cũng trở nên gắt gao hơn sau khi Trung Quốc giảm thuế quan từ 5% xuống 2% vào năm 2018 khiến nhiều nước muốn nhắm đến thị trường này.

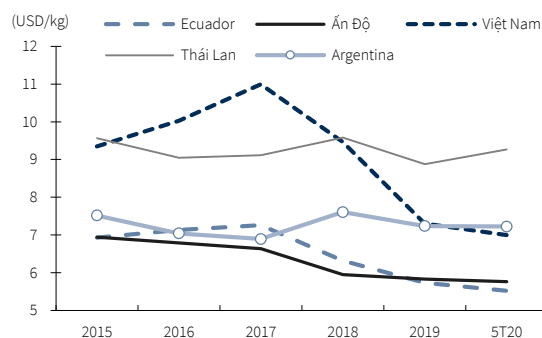
Biểu đồ 13. Thủy sản Trung Quốc – Cơ cấu thị phần tôm đông lạnh nhập khẩu, 2019-T5/2020 (%)



Ghi chú: Chỉ bao gồm nhập khẩu đường chính ngạch

Nguồn: International Trade Centre, Undercurrentnews, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 14. Thủy sản Trung Quốc – Giá tôm đông lạnh nhập khẩu theo nước, 2015-T5/2020 (USD/kg)



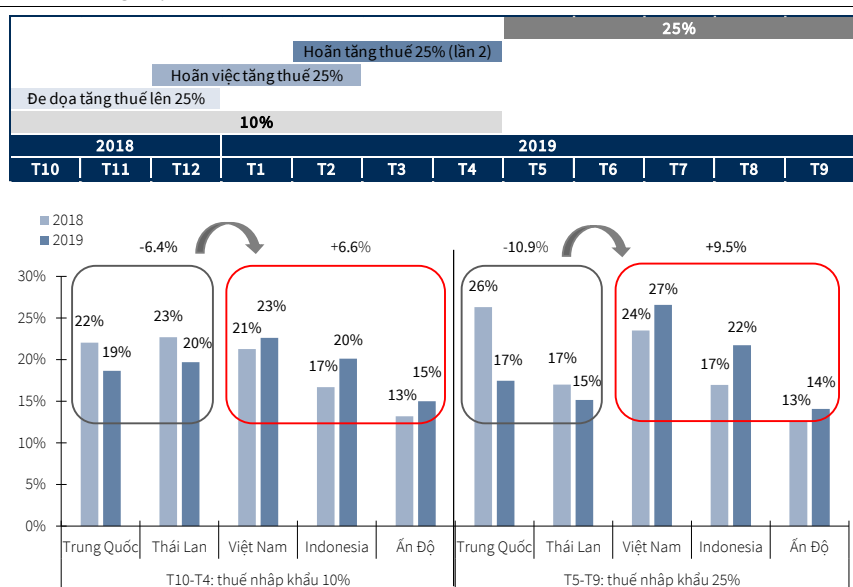
Ghi chú: Chỉ bao gồm nhập khẩu đường chính ngạch

Nguồn: International Trade Centre, Undercurrentnews, Chứng khoán KB Việt Nam

THỊ TRƯỜNG MỸ:**Cơ hội giành thị phần từ tôm Trung Quốc**

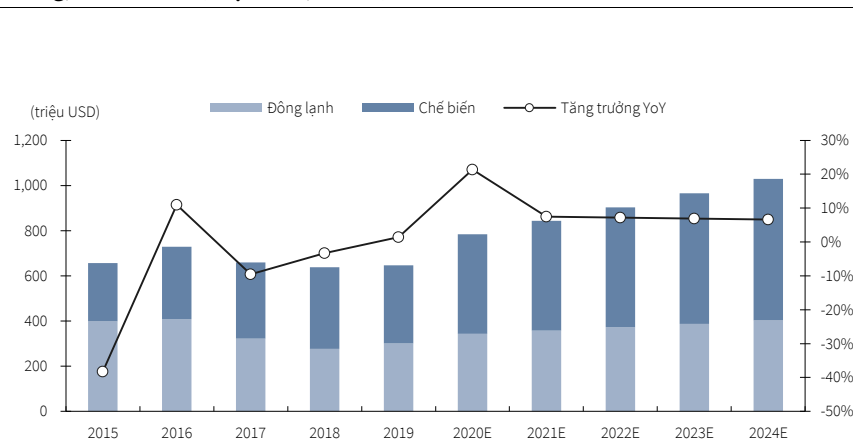
Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung đã áp thuế 10% lên tôm chế biến Trung Quốc xuất khẩu vào Mỹ từ tháng 10/2018, sau đó tăng lên mức 25% vào tháng 5/2019 và chưa được loại trừ trong thỏa thuận thương mại “giai đoạn 1” hồi tháng 1/2020. Thị phần của tôm Trung Quốc tại Mỹ đã chuyển dần sang tôm Việt Nam, Indonesia và Ấn Độ, và chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ còn tiếp tục (dù một số doanh nghiệp tôm Việt Nam vẫn đang phải chịu thuế chống bán phá giá tại Mỹ). Khi Mỹ lần đầu tiên áp thuế 10% lên tôm chế biến Trung Quốc, thị phần của Trung Quốc và Thái Lan đã giảm 6.4 điểm phần trăm trong khoảng thời gian từ tháng 10/2018 đến tháng 4/2019, gần bằng mức tăng 6.6 điểm phần trăm của tổng thị phần tôm Việt Nam, Indonesia và Ấn Độ. Khi thuế quan tăng lên mức 25% từ tháng 5/2019 đến tháng 9/2019, thị phần cũng có sự dịch chuyển tương tự. Về phần tôm Thái Lan, thị phần tại Mỹ đã giảm liên tục từ năm 2013 sau khi bùng phát dịch bệnh tôm EMS (Hội chứng tôm chết sớm).

Biểu đồ 15. Thủy sản Mỹ – Thay đổi về thị phần tôm chế biến trong giai đoạn chiến tranh thương mại, T10/2018-T9/2019 (%)

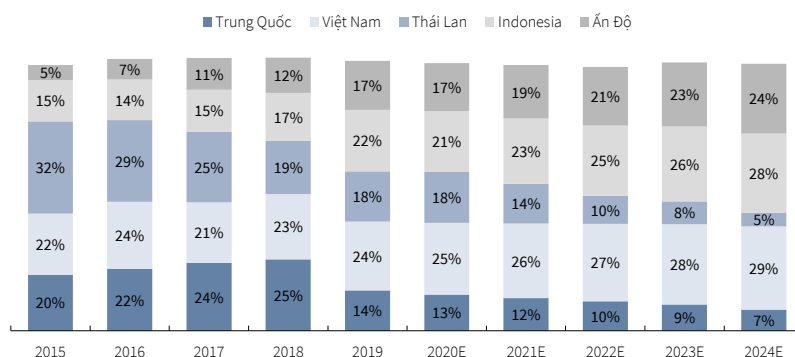


Nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 16. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu tôm sang Mỹ & tăng trưởng, 2015-2024E (triệu USD, % YoY)



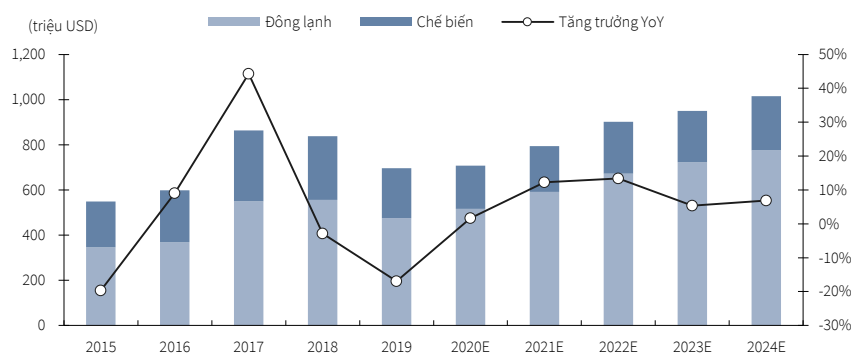
Nguồn: International Trade Centre, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 17. Thủy sản Mỹ –Thị phần tôm chế biến nhập khẩu, 2015- 2024E (%)

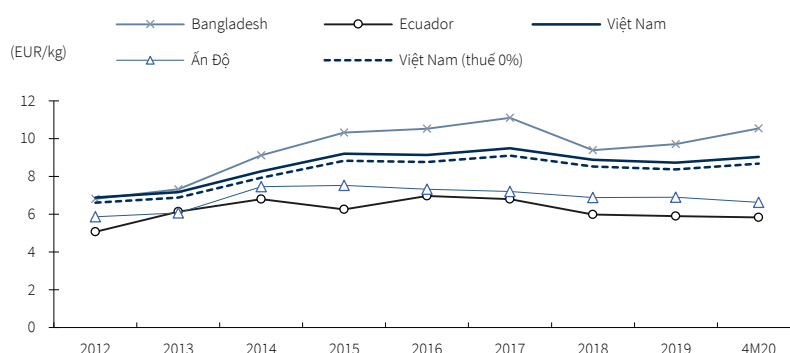
Nguồn: International Trade Centre, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Chứng khoán KB Việt Nam

THỊ TRƯỜNG EU: Tôm đông lạnh hưởng lợi ngay từ EVFTA

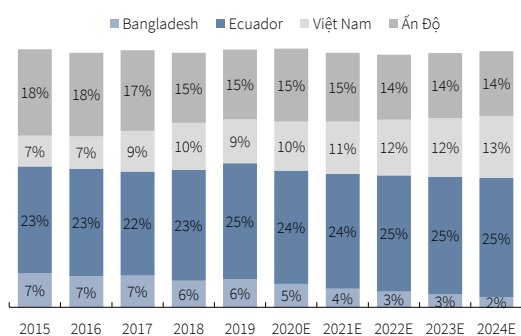
Hiệp định EVFTA khi có hiệu lực vào tháng 8 sẽ xóa bỏ ngay thuế nhập khẩu 4.2% đối với tôm đông lạnh của Việt Nam. Điều này sẽ giúp Việt Nam giành thêm thị phần, có thể là từ tay Ấn Độ khi tôm nước này vẫn phải chịu thuế nhập khẩu. Thị phần tôm đông lạnh rất nhạy cảm về giá tại thị trường EU: tôm Ecuador có giá thấp nhất với thị phần 25% năm 2019, sau đó là Ấn Độ với 15%, và Việt Nam đứng thứ ba với 9% thị phần. Ecuador có lợi thế nhất khi được miễn thuế nhập khẩu tôm đông lạnh kể từ năm 2017 khi nước này ký hiệp định thương mại tự do với EU. Về mảng tôm chế biến, Việt Nam chưa hưởng lợi ngay từ Hiệp định EVFTA dù vị thế của tôm Việt Nam khá mạnh ở mảng này với khoảng 1/3 thị phần. Thuế nhập khẩu đối với tôm chế biến sẽ giữ nguyên ở mức 7% từ nay đến năm 2025E mới giảm xuống còn 5% và được xóa bỏ vào năm 2027E. Chúng tôi kỳ vọng mảng tôm chế biến sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ sự chuyển dịch thị hiếu tiêu dùng tại thị trường EU từ tôm đánh bắt (tôm Canada và Iceland) sang tôm nuôi trồng (tôm Việt Nam, Indonesia và Thái Lan).

Biểu đồ 18. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu tôm sang EU & tăng trưởng, 2015-2024E (triệu USD, % YoY)

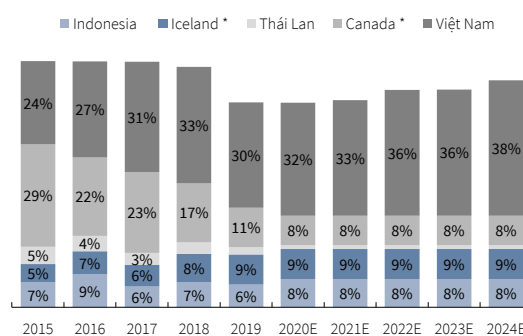
Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 19. Thủy sản EU – Giá nhập khẩu tôm đông lạnh sau thuế, 2012-4T20 (EUR/kg)

Nguồn: Eurostat, Europa, Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 20. Thủy sản EU –Thị phần tôm đông lạnh nhập khẩu, 2015- 2024E (%)

Nguồn: Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

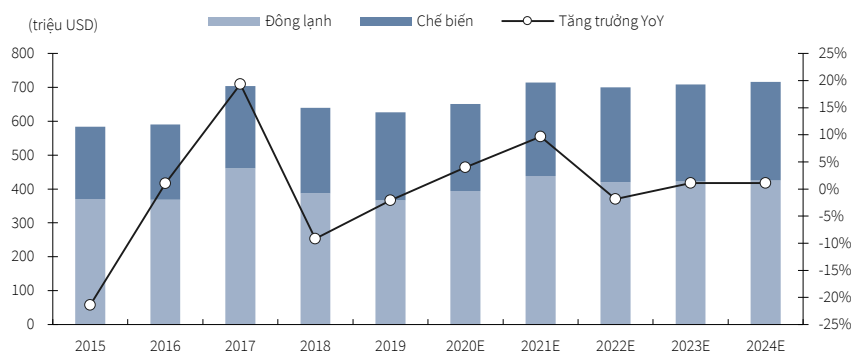
Biểu đồ 21. Thủy sản EU –Thị phần tôm chế biến nhập khẩu, 2015- 2024E (%)

Ghi chú: tôm Iceland và Canada là tôm đánh bắt, các nước còn lại là tôm nuôi.
 Nguồn: Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

THỊ TRƯỜNG NHẬT BẢN: Olympic Tokyo dự kiến tổ chức vào giữa năm 2021E sẽ tăng tiêu thụ tôm tại Nhật

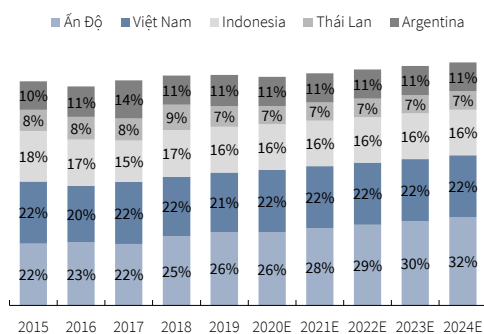
Olympic Tokyo dự kiến tổ chức vào giữa năm 2021E được kỳ vọng sẽ tăng tiêu thụ tôm tại Nhật Bản giống trong kỳ World Cup 2002. Nhật Bản là thị trường xuất khẩu tôm lớn thứ ba của Việt Nam và có mức sinh lời cao nhất. Nhờ được chuẩn bị kỹ lưỡng và đóng gói tỉ mỉ, tôm Việt Nam khá thu hút đối với người tiêu dùng Nhật Bản và đứng thứ 2 tại thị trường này. Ví dụ như tôm sú xẻ bướm hay tôm tempura của Việt Nam bán khá chạy tại Nhật Bản. Chúng tôi ước tính xuất khẩu tôm Việt Nam sang Nhật Bản sẽ tăng 3% YoY trong năm 2020E và tăng mạnh 9% YoY trong năm 2021E nhờ Olympic Tokyo. Với vị thế hàng đầu của tôm Việt Nam tại Nhật Bản, chúng tôi cũng kỳ vọng giá sẽ duy trì ổn định trong giai đoạn 2020E-2024E ở mức 11.50 USD/kg đối với tôm đông lạnh và 10.10 USD/kg đối với tôm chế biến.

Biểu đồ 22. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu tôm sang Nhật Bản & tăng trưởng, 2015-2024E (triệu USD, % YoY)



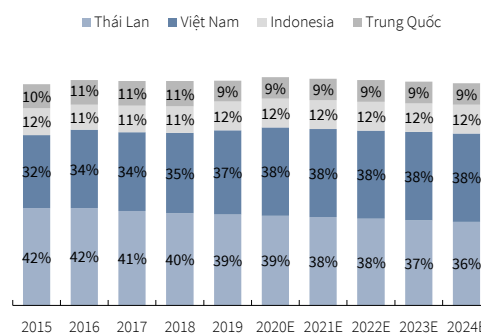
Nguồn: International Trade Centre, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 23. Thủy sản Nhật Bản – Thị phần tôm đông lạnh nhập khẩu, 2015- 2024E (%)



Nguồn: International Trade Centre, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 24. Thủy sản Nhật Bản – Thị phần tôm chế biến nhập khẩu, 2015- 2024E (%)



Nguồn: International Trade Centre, Chứng khoán KB Việt Nam

Minh Phú (MPC) – Bảng tóm tắt BCTC & dự phóng, 2019-2022E

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	16,998	14,826	17,289	18,458	Tổng tài sản	8,064	9,444	9,882	10,543
Giá vốn hàng bán	15,314	12,876	15,225	16,226	Tài sản ngắn hạn	6,385	7,680	8,121	8,788
Lãi gộp	1,684	1,950	2,063	2,231	Tiền & tương đương tiền	625	991	476	659
Doanh thu tài chính	136	188	139	139	Đầu tư ngắn hạn	1,404	440	1,071	1,336
Chi phí tài chính	267	185	199	212	Khoản phải thu	1,400	1,740	1,830	1,974
Gồm: Chi phí lãi vay	151	94	88	94	Hàng tồn kho	2,894	4,427	4,657	4,725
Lãi/(lỗ) liên doanh	14	42	46	47	Tài sản ngắn hạn khác	62	83	87	94
Chi phí bán hàng	875	755	864	923	Tài sản dài hạn	1,679	1,764	1,762	1,755
Chi phí quản lý DN	198	204	212	228	Khoản phải thu dài hạn	6	8	8	9
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	494	1,035	973	1,054	Tài sản cố định	989	1,069	1,250	1,210
Thu nhập khác	5	9	10	11	BDS đầu tư	0	0	0	0
Chi phí khác	1	7	2	2	Tài sản dở dang dài hạn	333	295	98	110
Lãi/(lỗ) khác	4	1	9	9	Đầu tư dài hạn	188	197	201	204
Lãi/(lỗ) trước thuế	498	1,036	982	1,064	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thuế doanh nghiệp	54	123	108	117	Tài sản dài hạn khác	163	195	206	222
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	445	914	874	947	Nợ phải trả	3,042	3,844	4,002	4,350
Lợi ích của cổ đông thiểu số	4	(10)	(7)	(7)	Nợ ngắn hạn	2,985	3,778	3,933	4,278
Lợi nhuận sau CĐTS	441	924	881	954	Phải trả người bán	180	370	417	450
					KH trả tiền trước	25	26	28	30
					Vay ngắn hạn	2,222	3,204	3,304	3,604
					Khoản dự trữ đặc biệt	36	51	51	51
					Nợ ngắn hạn khác	522	127	133	144
					Nợ dài hạn	57	66	69	72
					Khoản phải trả dài hạn	36	46	49	53
					Vay dài hạn	0	0	0	0
					Nợ dài hạn khác	21	20	21	20
					Vốn chủ sở hữu	5,022	5,600	5,880	6,193
					Vốn góp	2,000	2,000	2,000	2,000
					Thặng dư vốn cổ phần	2,361	2,341	2,341	2,341
					Cổ phiếu quỹ	(80)	(56)	(56)	(56)
					Lãi chưa phân phối	346	923	1,203	1,516
					Vốn và quỹ khác	277	278	278	278
					Lợi ích cổ đông thiểu số	118	113	113	113
					Tổng nợ & vốn	8,064	9,444	9,882	10,543
					Chỉ số chính (x, %, VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
					Chỉ số định giá				
					P/E	10.5	5.7	6.0	5.6
					P/E pha loãng	10.4	5.7	6.0	5.5
					P/B	1.1	0.9	0.9	0.9
					P/S	0.3	0.4	0.3	0.3
					EV/EBITDA	6.7	4.5	4.4	4.0
					EV/EBIT	8.7	5.4	5.4	4.9
					Tỷ suất cổ tức (%)	15.4	7.6	11.3	12.1
					Lãi cơ bản/cp (EPS)	2,531	4,619	4,403	4,771
					Giá trị sổ sách/cp (BVPS)	25,110	28,001	29,400	30,965
					Doanh thu/cp (SPS)	97,582	74,129	86,443	92,289
					Cổ tức/cp (DPS)	4,090	2,012	3,000	3,200
					Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	184.1	43.1	67.5	66.4
					Chỉ số khả năng sinh lời				
					ROE	10.1	17.4	15.3	15.8
					ROA	5.1	10.6	9.1	9.3
					ROIC	12.1	19.1	17.3	17.4
					Cấu trúc tài chính				
					Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	60.6	68.6	68.1	70.2
					Vay ròng/Vốn CSH	31.8	39.5	48.1	47.5
					TS thanh toán hiện thời	2.1	2.0	2.1	2.1
					TS khả năng trả lãi vay	4.0	10.6	11.2	11.5
					Chỉ số hoạt động				
					Hệ số vòng quay tài sản	2.0	1.7	1.8	1.8
					Hệ số vòng quay phải thu	10.3	9.4	9.7	9.7
					Hệ số vòng quay HTK	4.5	4.1	3.8	3.9
					Hệ số vòng quay phải trả	47.1	49.3	41.1	40.0

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Phụ lục

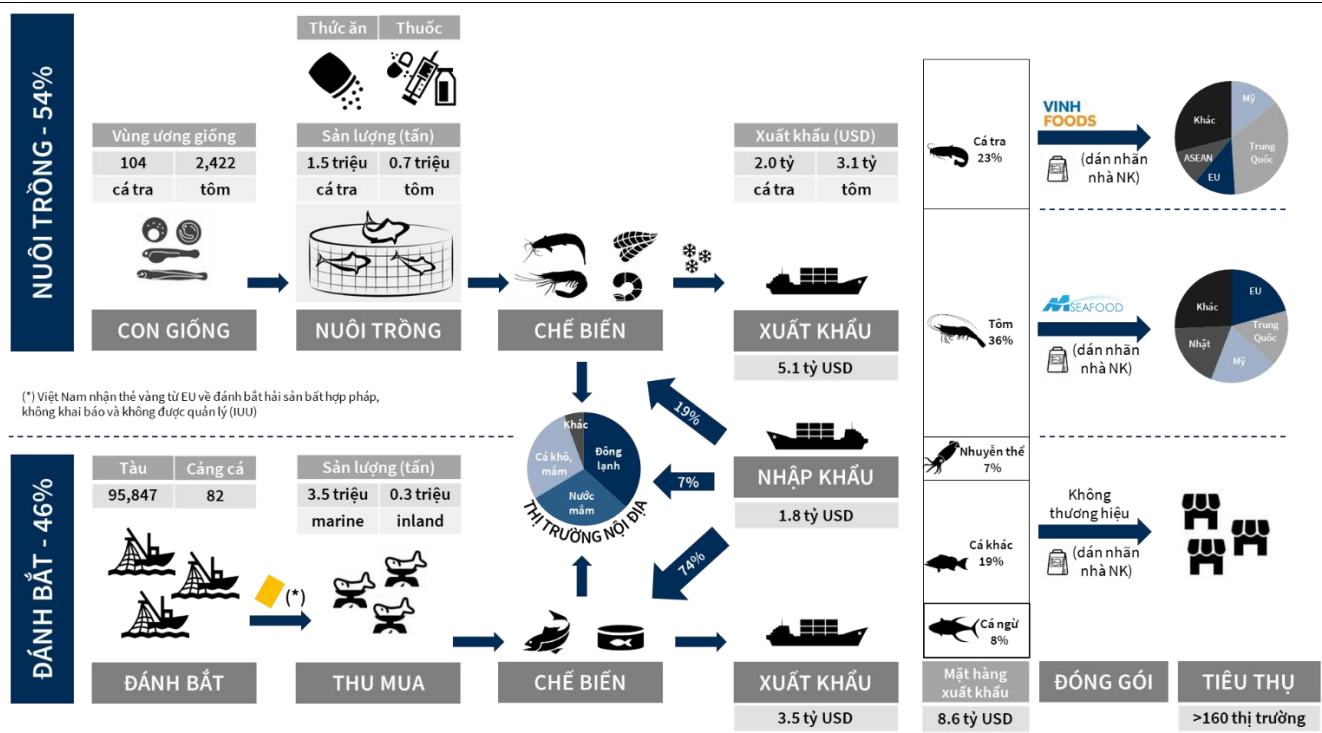
Thủy sản Việt Nam giai đoạn sắp tới đang có những thay đổi về bản chất

Thủy sản Việt Nam đang chuyển dịch từ cung cấp sản phẩm đông lạnh thô và sơ chế sang sản phẩm chế biến và giá trị gia tăng đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng nghiêm ngặt. Chuỗi giá trị ngành đang được đầu tư nhiều hơn nhằm đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế về quy tắc xuất xứ, an toàn thực phẩm và bền vững môi trường. Các động lực tăng trưởng chính bao gồm: 1) tiêu thụ thủy sản toàn cầu tăng; 2) tăng sản lượng thủy sản nuôi trồng, đặc biệt là các vùng nuôi mới đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế; và 3) các thỏa thuận thương mại giúp Việt Nam hội nhập sâu hơn vào thị trường toàn cầu.

Việt Nam xuất khẩu khoảng 40% tổng sản lượng thủy sản

Khoảng 54% sản lượng thủy sản Việt Nam đến từ nuôi trồng và 46% đến từ đánh bắt. Thủy sản nuôi trồng chủ yếu gồm cá tra (khoảng 1.5 triệu tấn/năm) và tôm (khoảng 0.7 triệu tấn/năm), bao gồm các khâu: ương giống, nuôi tại ao đến khi trưởng thành, sản xuất thức ăn cho cá, chế biến (làm sạch, bóc vỏ, phi lê,...) và đóng gói để tiêu thụ nội địa (hàng tươi sống) hoặc xuất khẩu (hàng đông lạnh). Thủy sản xuất khẩu thường được bán cho nhà bán sỉ và phân phối cho người tiêu dùng tại thị trường xuất khẩu thông qua mạng lưới phân phối của nước sở tại và được dán nhãn nhà nhập khẩu. Các sản phẩm xuất khẩu có thương hiệu của Việt Nam còn khá ít ỏi, như cá tra VinhFoods của VHC và tôm MSeafood của MPC được bán trực tiếp cho người tiêu dùng ở Mỹ và Nhật Bản. Thủy sản đánh bắt đa phần đến từ các công ty nhỏ hoặc ngư dân bán cho các cơ sở chế biến tư nhân để phân phối trong nước hoặc xuất khẩu.

Biểu đồ 25. Thủy sản Việt Nam – Tổng quan ngành, 2019

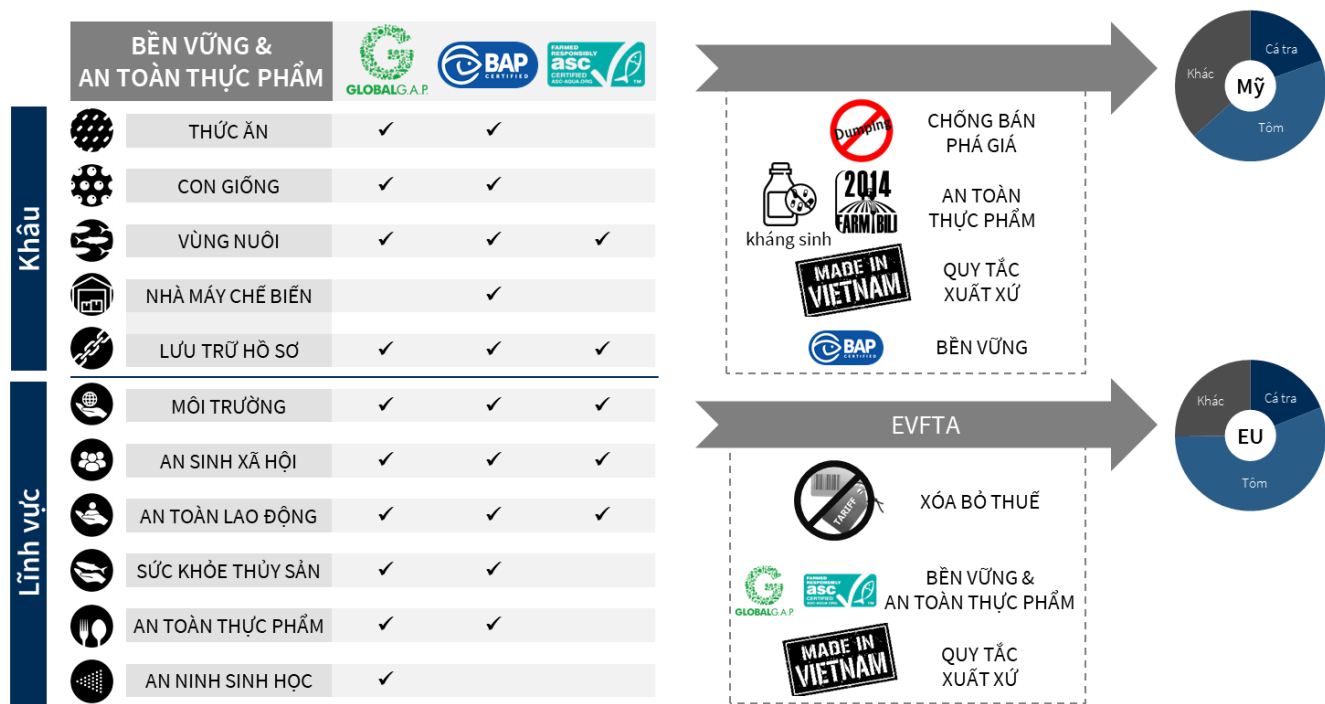


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn, Hải quan Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Việt Nam đang áp dụng các mô hình nuôi trồng mới để đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế về quy tắc xuất xứ, an toàn thực phẩm & bền vững môi trường

Xuất khẩu cá tra đạt đỉnh điểm vào năm 2011 khi người tiêu dùng nước ngoài bị thu hút bởi giá thấp và chất thịt tốt của loài cá thịt trắng này. Tuy nhiên điều này đã thay đổi sau khi người tiêu dùng đặt ra câu hỏi về an toàn thực phẩm (kháng sinh, chất lượng thức ăn và nguồn gốc con giống) và tính bền vững về môi trường của phương pháp nuôi thả lồng bè ở Đồng bằng sông Cửu Long (bùng phát dịch bệnh và ô nhiễm sinh thái địa phương). Tôm cũng bị lo ngại về an toàn thực phẩm (dư lượng kháng sinh), quy tắc xuất xứ (xuất khẩu tôm Ấn Độ vào Mỹ để lách thuế) và điều tra chống bán phá giá. Vấn đề an toàn thực phẩm ảnh hưởng nhiều nhất đến xuất khẩu thủy sản vào Mỹ, trong khi xuất khẩu sang EU gặp các vấn đề về bền vững môi trường. Để khắc phục những vấn đề này, thủy sản Việt Nam đang tăng cường tỷ trọng nuôi trồng thủy sản, nâng cấp mô hình nuôi và kiểm soát chất lượng môi trường nhằm đáp ứng các yêu cầu quốc tế về quy tắc xuất xứ, an toàn thực phẩm và bền vững môi trường. Các doanh nghiệp thủy sản lớn của Việt Nam vẫn đang duy trì mục tiêu đạt được các yêu cầu kỹ thuật của chứng chỉ ASC (Hội đồng Quản lý Nuôi trồng Thủy sản) khi mở rộng vùng nuôi và tiến hành lưu trữ đầy đủ hồ sơ nuôi trồng. Nhiều doanh nghiệp cũng đang tìm cách tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu bằng cách tự nuôi cá giống và tự sản xuất thức ăn chăn nuôi từ nguyên liệu nhập khẩu nhằm đáp ứng các yêu cầu nghiêm ngặt hơn của tiêu chuẩn BAP (Thực hành Nuôi trồng Thủy sản Tốt nhất) và GlobalG.A.P (Thực hành Nông nghiệp Tốt). Chứng chỉ BAP được ưa chuộng tại Mỹ, trong khi thị trường EU sử dụng chứng nhận ASC và GlobalG.A.P. Ngoài ra, Mỹ cũng yêu cầu nghiêm ngặt về quy tắc xuất xứ để tính toán chính xác giá thành nhằm xác định mức thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp. Hiệp định EVFTA cũng quy định nghiêm ngặt hơn về quy tắc xuất xứ để được hưởng ưu đãi thuế quan.

Biểu đồ 26. Thủy sản Việt Nam – Chứng nhận chất lượng quốc tế, 2019

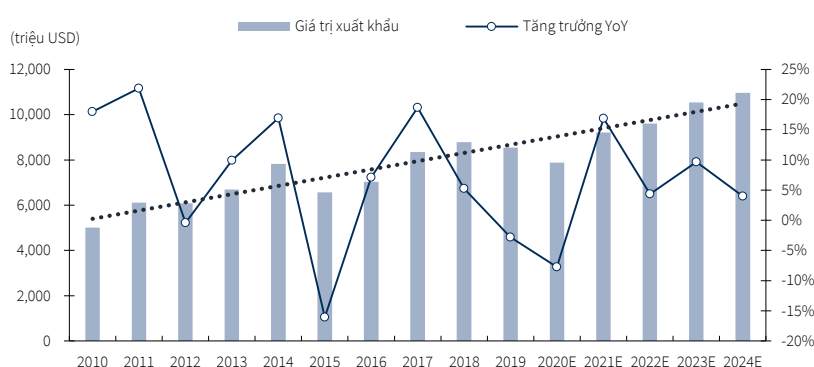


Nguồn: Global Good Agricultural Practices (GlobalG.A.P.), Aquaculture Stewardship Council (ASC), Best Aquaculture Practices (BAP), Chứng khoán KB Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu thủy sản Việt Nam sẽ tăng trưởng bình quân 5.1%/năm trong giai đoạn 2020E-2024E

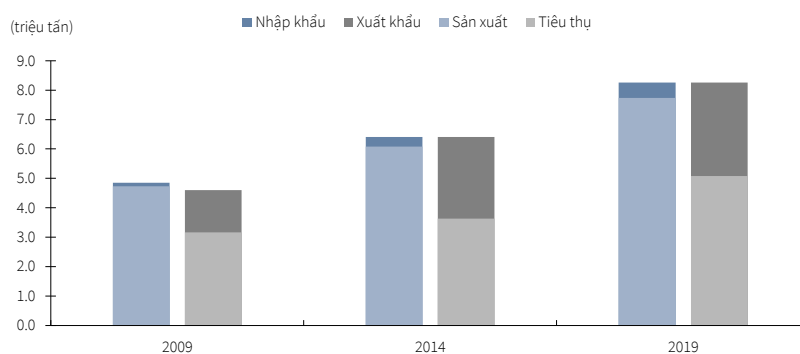
Chúng tôi ước tính xuất khẩu thủy sản Việt Nam giảm 7.7% YoY trong năm 2020E xuống còn 7.9 tỷ USD do ảnh hưởng của đại dịch COVID-19. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu thủy sản Việt Nam sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân 5.1% trong giai đoạn dự phóng 2020E-2024E. Trong giai đoạn 2012-2019, xuất khẩu thủy sản Việt Nam tăng trưởng bình quân 4.3%/năm và đã giảm còn 2.5% YoY trong năm 2019 sau khi đạt đỉnh điểm 8.5 tỷ USD năm 2018. Tỷ lệ sản lượng thủy sản dành cho xuất khẩu chiếm 41% tổng sản lượng thủy sản năm 2019, so với mức 30% vào năm 2009.

Biểu đồ 27. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu thủy sản & tăng trưởng, 2010-2024E (triệu USD, % YoY)



Nguồn: Hải quan Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 28. Thủy sản Việt Nam – Cán cân thủy sản theo sản lượng, 2009-2019 (triệu tấn)

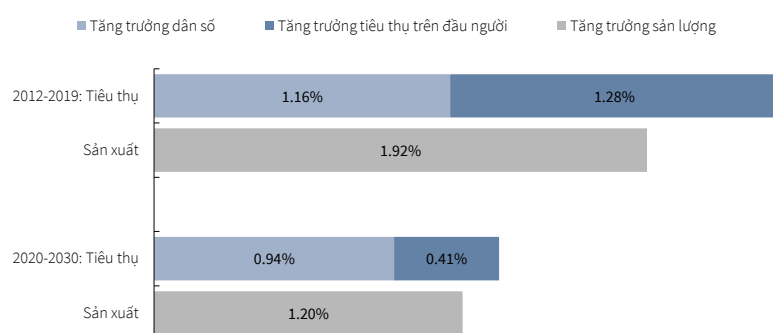


Ghi chú: OECD = Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế; FAO = Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên hiệp quốc.
 Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

Tăng trưởng dân số thúc đẩy tiêu thụ thủy sản toàn cầu

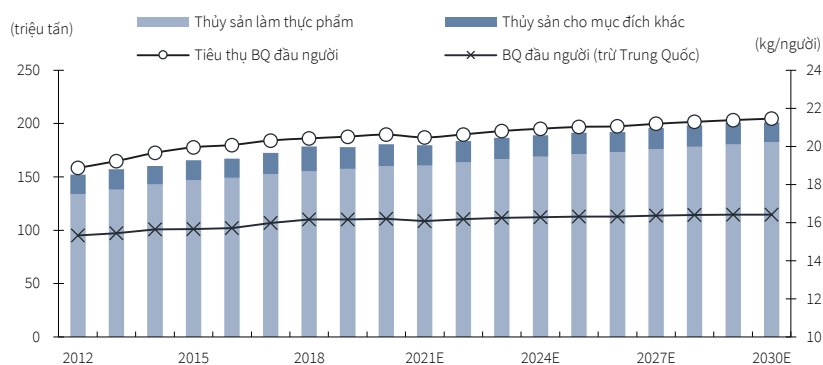
Tăng trưởng dân số sẽ là động lực chính thúc đẩy tiêu thụ thủy sản toàn cầu. FAO (Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên hiệp quốc) ước tính tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người toàn cầu sẽ tăng 0.41% mỗi năm từ mức 20.6 kg/năm năm 2020E lên mức 21.4 kg/năm vào năm 2030E, giảm mạnh so với mức tăng trưởng 1.28%/năm trong thập kỷ trước, do bị kiềm hãm khi sản lượng thủy sản toàn cầu tăng chậm lại. Phần lớn tăng trưởng tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người đến từ Trung Quốc và nếu không tính Trung Quốc thì con số này chỉ đạt 16.2 kg/năm vào năm 2019 và hầu như không thay đổi trong thập kỷ tới. FAO cũng dự báo dân số thế giới sẽ tăng với tốc độ bình quân 0.94%/năm, cao gấp đôi mức tăng trưởng tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người, và trở thành động lực chính thúc đẩy tiêu thụ thủy sản toàn cầu. FAO cho rằng tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người giảm mạnh là do tăng trưởng sản lượng thủy sản thấp, giảm từ mức 1.92%/năm giai đoạn 2012-2019 xuống 1.20%/năm giai đoạn 2020E-2030E. Trong khi đó, tăng trưởng dân số giảm chậm hơn, giảm từ mức 1.16%/năm giai đoạn 2012-2019 xuống 0.94%/năm giai đoạn 2020E-2030E.

Biểu đồ 29. Thủy sản thế giới – Phân tích tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) của tiêu thụ thủy sản & sản lượng sản xuất, 2012-2030E (%)



Nguồn: Liên hiệp quốc, OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 30. Thủy sản thế giới – Tổng tiêu thụ thủy sản và mức tiêu thụ bình quân đầu người hàng năm, 2012-2030E (triệu tấn, kg/người)

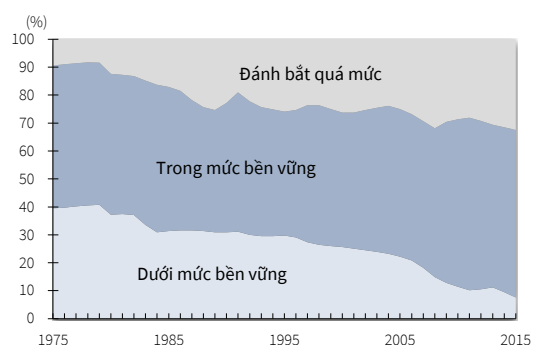


Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

Tiêu thụ thủy sản toàn cầu bị kiềm hãm do hoạt động đánh bắt hầu như không tăng, trong khi hoạt động nuôi trồng cũng bị chững lại

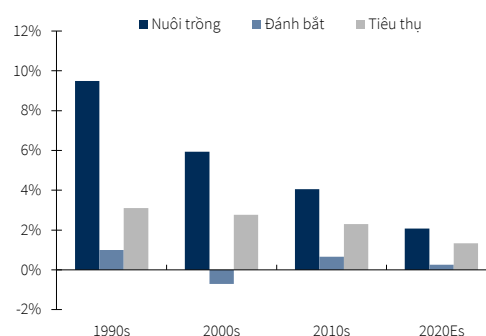
Tiêu thụ thủy sản toàn cầu bị kiềm hãm bởi sản lượng sản xuất do hoạt động đánh bắt hầu như không tăng, trong khi hoạt động nuôi trồng cũng bị chững lại. Hoạt động đánh bắt thủy sản chạm giới hạn về mặt tự nhiên từ cuối những năm 1980 khi các vùng đánh bắt mới không đủ bù đắp cho các ngư trường bị cạn kiệt và hầu như không tăng trưởng sản lượng kể từ đó. Hoạt động nuôi trồng thủy sản cũng tăng chậm lại ở mức 2% sau khi đạt đỉnh 10% vào những năm 1980 và 1990 do thiếu vùng nuôi mới, dịch bệnh trên thủy sản do nuôi trồng thâm canh và các quy định môi trường nghiêm ngặt hơn.

Biểu đồ 31. Thủy sản thế giới – Cơ cấu trữ lượng hải sản phân theo mức độ bền vững, 1975-2015 (%)



Nguồn: FAO 2018

Biểu đồ 32. Thủy sản thế giới – Tốc độ tăng trưởng hàng năm của tiêu thụ thủy sản & sản lượng, 1980s-2020Es (%)

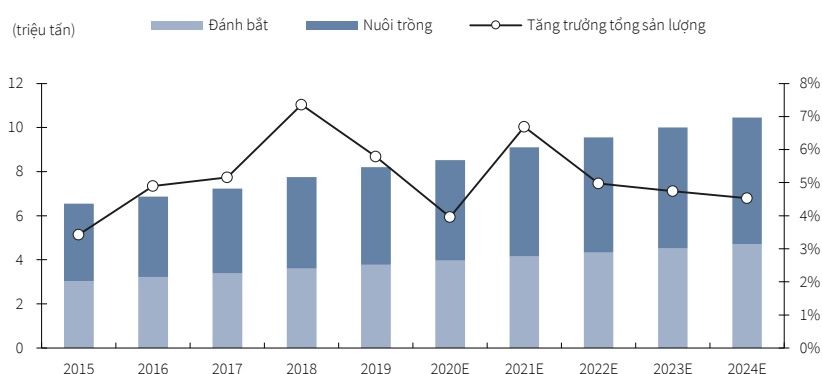


Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

Tăng trưởng sản lượng từ nuôi trồng hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu

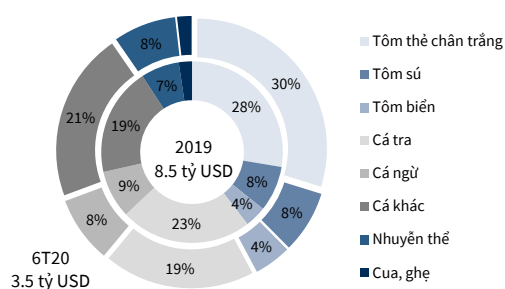
Chúng tôi kỳ vọng thủy sản đánh bắt và nuôi trồng sẽ đồng thời thúc đẩy xuất khẩu thủy sản Việt Nam trong giai đoạn dự phóng 2020E-2024E (mặc dù sản lượng đánh bắt có thể tăng chậm lại). Các ngư trường dồi dào ở Biển Đông đã giúp hoạt động đánh bắt thủy sản của Việt Nam duy trì mức tăng trưởng dương trong suốt 15 năm qua, đạt 8.2 triệu tấn năm 2019 với tốc độ bình quân 5.21%/năm trong giai đoạn 2012-2019, so với mức 0.09% của thế giới. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tốc độ này sẽ chậm lại còn 4.5%/năm trong giai đoạn 2020E-2024E do tình hình căng thẳng ở Biển Đông. Tăng trưởng sản lượng thủy sản đánh bắt của Việt Nam đã giảm nhiều lần do căng thẳng trên biển, bao gồm sự kiện tàu Bình Minh 02 năm 2011, dàn khoan HD981 năm 2014 và bãi Tư Chính năm 2019. Hơn nữa, Việt Nam vẫn đang bị EU gắn “thẻ vàng” IUU từ năm 2017. IUU là thuật ngữ để chỉ các hoạt động đánh bắt hải sản bất hợp pháp, không khai báo và không được quản lý. EU yêu cầu các nước xuất khẩu chứng minh nguồn gốc và tính hợp pháp của hải sản đánh bắt được xuất khẩu sang EU. Tuy vậy, chúng tôi tin rằng tăng trưởng sản lượng từ nuôi trồng sẽ bù đắp cho sự sụt giảm này và hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu. Sản lượng thủy sản nuôi trồng tăng trưởng với tốc độ bình quân 5.3%/năm giai đoạn 2012-2019 nhờ cải thiện năng suất nuôi tôm và mở rộng diện tích nuôi cá tra (hai mặt hàng thủy sản xuất khẩu chính). Chúng tôi kỳ vọng nuôi trồng thủy sản sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ bình quân 5.4%/năm trong giai đoạn 2020E-2024E. Thủy sản nuôi trồng chiếm hơn một nửa tổng sản lượng thủy sản của Việt Nam kể từ năm 2008 và hiện ở mức 54%, giống với xu hướng của thủy sản thế giới.

Biểu đồ 33. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng thủy sản đánh bắt, nuôi trồng & tăng trưởng, 2015-2024E (triệu tấn, % YoY)



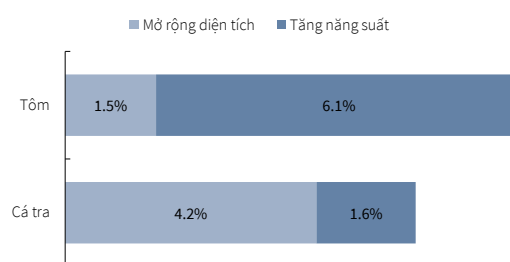
Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 34. Thủy sản Việt Nam – Cơ cấu xuất khẩu thủy sản theo mặt hàng, 2019-6T20 (tỷ USD, %)



Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KBSV

Biểu đồ 35. Thủy sản Việt Nam – Phân tích tốc độ tăng trưởng sản lượng tôm & cá tra, 2015-2019 (%)



Nguồn: Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn, Chứng khoán KB Việt Nam

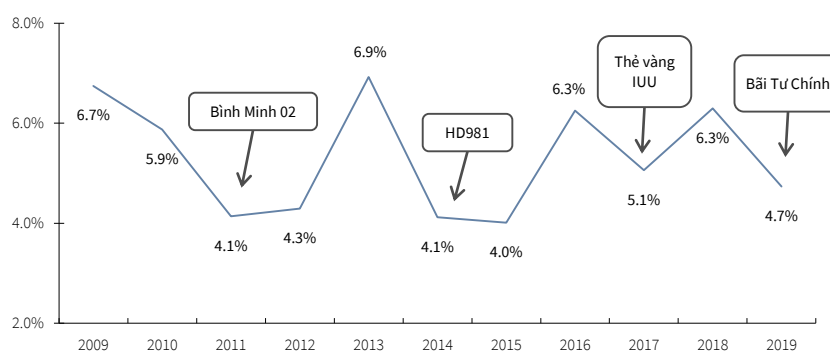
Biểu đồ 36. Thủy sản Việt Nam – Tốc độ tăng trưởng sản lượng thủy sản đánh bắt, 2009-2019 (% YoY)

-2011: tàu khảo sát Bình Minh 02 bị các tàu hải giám Trung Quốc cắt cáp thăm dò

-2014: Trung Quốc đưa giàn khoan Hải Dương 981 (HD981) vào vùng biển gần quần đảo Hoàng Sa, khu vực mà Việt Nam tuyên bố chủ quyền

-2017: Ủy ban Châu Âu áp “thẻ vàng” IUU đối với hải sản Việt Nam xuất khẩu vào EU

-2019: tàu thăm dò Hải Dương Địa Chất 8 (HD08) tiến vào khu vực bãi Tư Chính

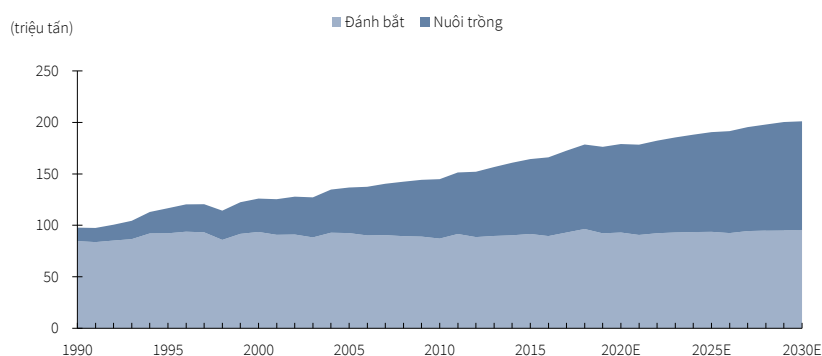


Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Nuôi trồng thủy sản đáp ứng nhu cầu tiêu thụ ngày càng tăng trong dài hạn

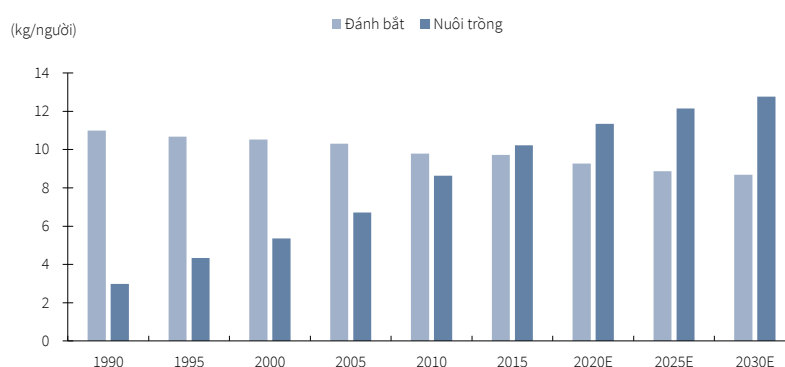
Khả năng cạnh tranh của thủy sản Việt Nam trên thị trường toàn cầu trong trung và dài hạn sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng đáp ứng nhu cầu tiêu thụ thủy sản ngày càng tăng (do dân số thế giới tăng) cũng như thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng khi yêu cầu ngày càng cao hơn về an toàn thực phẩm và bền vững môi trường. Chúng tôi tin rằng hoạt động nuôi trồng thủy sản sẽ giúp Việt Nam giải quyết những thách thức mà hoạt động đánh bắt khó làm được, bao gồm việc tăng sản lượng nhờ cải thiện năng suất (nuôi tôm) và mở rộng diện tích (nuôi cá tra), cũng như kiểm soát tốt hơn toàn bộ chuỗi sản xuất để đảm bảo tính bền vững và nguồn gốc thủy sản. Hoạt động đánh bắt phải đối mặt với những vấn đề về tự nhiên (như căng thẳng ở Biển Đông), tính bền vững (thẻ vàng IUU của EU) và quy tắc xuất xứ (điều tra chống bán phá giá của Mỹ). Những vấn đề này đã khiến sản lượng thủy sản đánh bắt toàn cầu khó tăng trưởng sau khi đạt đến giới hạn tự nhiên vào những năm 1980-1990 và từ đó phải dựa vào hoạt động nuôi trồng thủy sản để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ ngày càng tăng. Mức tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người từ nuôi trồng đã vượt qua thủy sản đánh bắt vào năm 2015 và đạt 11.2kg/năm vào năm 2019.

Biểu đồ 37. Thủy sản thế giới – Sản lượng thủy sản đánh bắt & nuôi trồng, 1990-2030E (triệu tấn)



Nguồn: OECD-FAO 2020

Biểu đồ 38. Thủy sản thế giới – Tiêu thụ thủy sản đánh bắt & nuôi trồng bình quân đầu người, 1990-2030E (kg/người)

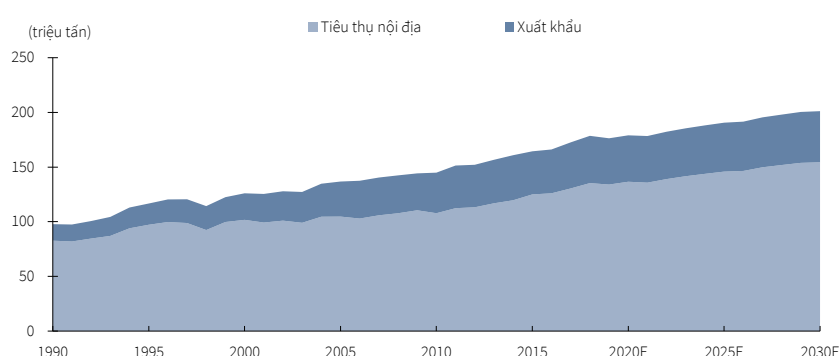


Nguồn: OECD-FAO 2020

Hoạt động xuất nhập khẩu thủy sản toàn cầu thuận lợi hơn nhờ các thỏa thuận thương mại

Các nước đang phát triển như Việt Nam được hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do nhờ xóa bỏ đánh thuế hai lần, giảm thuế quan và tạo điều kiện tiếp cận thị trường toàn cầu. Tuy vậy, các thỏa thuận thương mại này cũng áp đặt các quy định chặt chẽ hơn về quy tắc xuất xứ, cấm đánh bắt bất hợp pháp và tính bền vững của môi trường. Việc giảm các rào cản thương mại đã giúp tăng tỷ trọng thủy sản xuất khẩu trong tổng sản lượng thủy sản từ 15% năm 1990 lên 25% năm 2016. FAO ước tính sản lượng thủy sản toàn cầu sẽ tăng từ 176.3 triệu tấn năm 2019 lên 201.1 triệu tấn vào năm 2030E.

Biểu đồ 39. Thủy sản thế giới – Sản lượng thủy sản phân theo mục đích, 1990-2030E (triệu tấn)

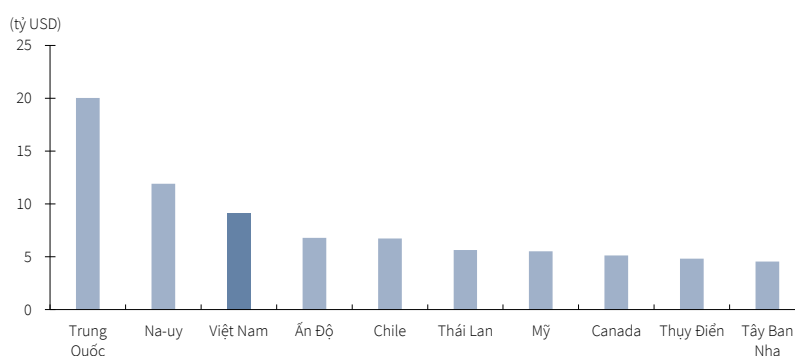


Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

Việt Nam đứng thứ ba trong số các nước xuất khẩu thủy sản lớn nhất thế giới

Việt Nam đứng thứ ba trong số các nước xuất khẩu thủy sản lớn nhất thế giới với giá trị xuất khẩu đạt 8.8 tỷ USD vào năm 2018. Hai mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam là cá tra và tôm, trong khi Na Uy nổi tiếng với cá hồi và Ấn Độ cũng chuyên về tôm. Xuất khẩu thủy sản Việt Nam sang thị trường EU cũng đầy hứa hẹn khi EVFTA có hiệu lực vào tháng 8 sẽ ngay lập tức xóa bỏ thuế nhập khẩu đối với khoảng một nửa các mặt hàng thủy sản Việt Nam và xóa bỏ dần phần còn lại theo lộ trình từ ba đến bảy năm tới.

Biểu đồ 40. Thủy sản thế giới – Giá trị xuất khẩu thủy sản của các nước xuất khẩu thủy sản lớn nhất thế giới, 2018 (tỷ USD)



Nguồn: Cơ quan Thống kê Thương mại thuộc Liên hiệp quốc, Chứng khoán KB Việt Nam

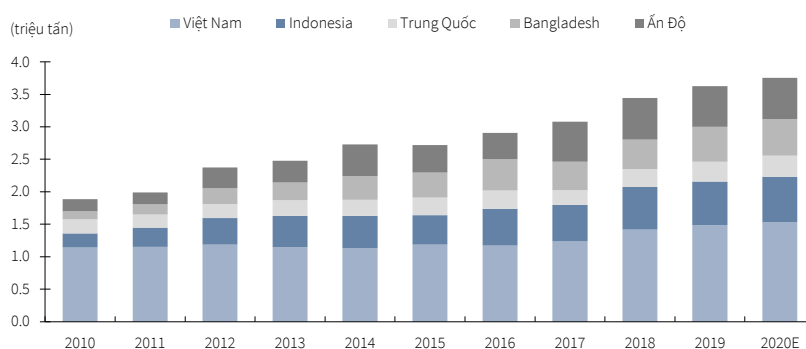
Vị thế độc quyền của Việt Nam trên thị trường cá tra thế giới

Cạnh tranh trên thị trường cá tra chủ yếu đến từ các doanh nghiệp cá tra trong nước do Việt Nam có vị thế gần như độc quyền trên thị trường cá tra toàn cầu. Mặc dù có một số lo ngại về nguồn cung cá tra từ Trung Quốc, Ấn Độ và Indonesia khi các nước này tuyên bố sẽ tập trung vào xuất khẩu cá tra trong vài năm tới, sản lượng cá tra các nước này hầu hết được tiêu thụ nội địa và ít tham gia vào thị trường toàn cầu. Nuôi cá tra đòi hỏi các điều kiện tự nhiên đặc biệt: 1) nhiệt độ nước trong khoảng 22-30 độ C; 2) nước ngọt có pH lớn hơn 5; và 3) độ mặn dưới 0.1%. Đặc biệt, cá tra rất nhạy cảm với nước mặn và tình hình xâm nhập mặn đã tác động tiêu cực đến vùng nuôi cá tra trong thời gian qua. Vùng hạ lưu sông Mê Kông có điều kiện tự nhiên đáp ứng các yêu cầu trên, chủ yếu ở các tỉnh An Giang và Đồng Tháp, nơi tập trung phần lớn sản lượng cá tra của Việt Nam. VHC dẫn đầu xuất khẩu cá tra trong 10 năm qua với 15% thị phần, trong khi các doanh nghiệp lớn khác ở mức 6-7%, bao gồm Biển Đông (OTC), Nam Việt (ANV:HOSE), I.D.I (IDI:HOSE) và Hùng Vương (HVG:UPCoM).

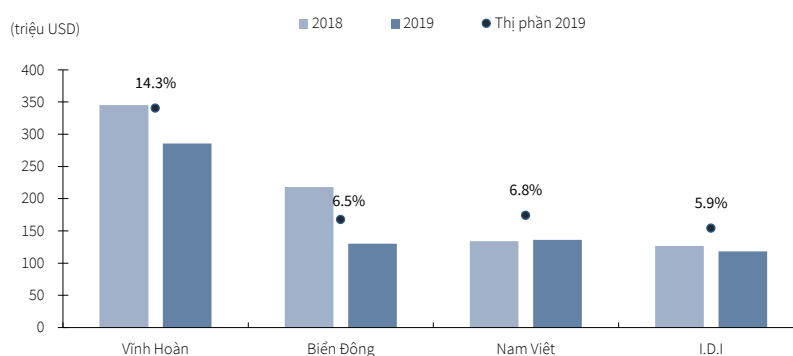
Bảng 5. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu của 3 doanh nghiệp cá tra lớn nhất Việt Nam, 2010-2019 (triệu USD)

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vinh Hoàn 126	Vinh Hoàn 151	Vinh Hoàn 155	Vinh Hoàn 166	Vinh Hoàn 207	Vinh Hoàn 228	Vinh Hoàn 251	Vinh Hoàn 270	Vinh Hoàn 345	Vinh Hoàn 286
Hùng Vương 101	Hùng Vương 124	Hùng Vương 112	AGIFISH 113	Hùng Vương 140	Biển Đông 117	Biển Đông 134	Hùng Vương 121	Biển Đông 218	Nam Việt 136
Việt An 62	AGIFISH 84	AGIFISH 92	Hùng Vương 106	Nam Việt 110	Hùng Vương 96	Hùng Vương 102	Biển Đông 114	Nam Việt 134	Biển Đông 130

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 41. Thủy sản thế giới – Sản lượng cá tra của các nước, 2010-2020E (triệu tấn)

Nguồn: FAO, Viện Thủy sản Quốc gia (Hoa Kỳ), Hội nghị Thị trường Thủy sản Toàn cầu (2019 & 2020)

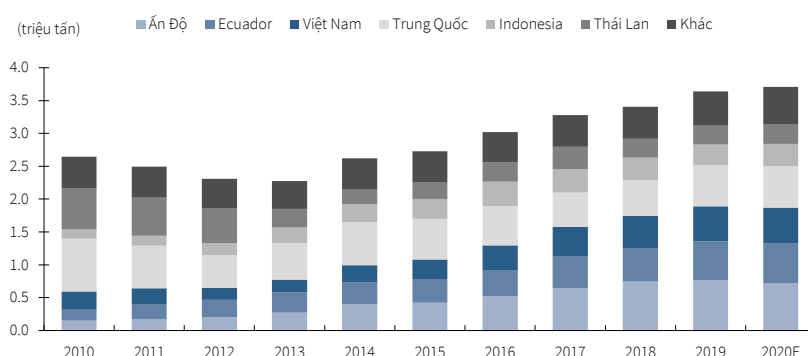
Biểu đồ 42. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu & thị phần của các doanh nghiệp cá tra lớn, 2018-2019 (triệu USD, %)

Nguồn: Báo cáo công ty, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KBSV

Cạnh tranh gắt gao trên thị trường tôm toàn cầu

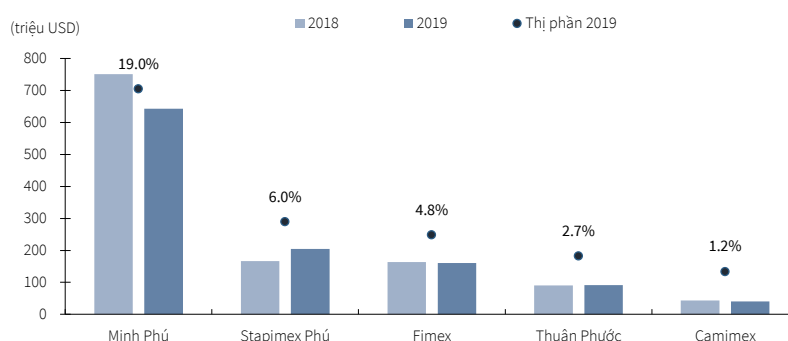
Thị phần ngành tôm Việt Nam khá tập trung, với MPC chiếm 19% thị phần và các doanh nghiệp tôm lớn khác có thị phần dưới 6%, bao gồm Stapimex (OTC), Fimex (FMC:HOSE), Thuận Phước (THP:UPCoM) và Camimex (CMX:HOSE). Chúng tôi kỳ vọng MPC sẽ tiếp tục giữ vai trò là nhà xuất khẩu tôm hàng đầu của Việt Nam và là một trong những nhà xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới. Cạnh tranh trên thị trường tôm toàn cầu vẫn còn khá gay gắt dù Thái Lan và Trung Quốc đã mất vị trí thống trị vào năm 2013 sau đợt bùng phát EMS (Hội chứng tôm chết sớm). Kể từ năm 2014, Ấn Độ, Ecuador, Việt Nam và Indonesia đều gia tăng sản lượng tôm để trở thành những nước xuất khẩu tôm hàng đầu thế giới.

Biểu đồ 43. Thủy sản thế giới – Sản lượng tôm của các nước, 2010-2020E (triệu tấn)



Nguồn: FAO, Viện Thủy sản Quốc gia (Hoa Kỳ), Hội nghị Thị trường Thủy sản Toàn cầu 2020

Biểu đồ 44. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu & thị phần của các doanh nghiệp tôm lớn, 2018-2019 (triệu USD, %)



Nguồn: Báo cáo công ty, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KBSV

KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhtd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công
congt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền
huyenntt@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Khách hàng Quốc tế – Harrison Kim
harrison.kim@kbf.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

Bộ phận Marketing Research

Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin
shin.sy@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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

Website: 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:	Nắm giữ:	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)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
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 và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và 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 và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.