

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

Có lợi nhất khi cá tra đảo chiều năm 2020E

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 47,100 VND khi có lợi thế là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu của Việt Nam tại Mỹ

EU có thể trở thành thị trường chính khi gần một nửa sản lượng đã có giấy chứng nhận quốc tế

Tăng tỷ lệ tự chủ để cải thiện biên lãi gộp & nâng cấp vùng nuôi để đạt tiêu chuẩn quốc tế

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu đối với CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 47,100 VND dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Chất lượng sản phẩm vượt trội và không chịu thuế chống bán phá giá tại thị trường Mỹ sẽ giúp VHC hưởng lợi nhiều nhất khi Mỹ quay lại tích trữ hàng tồn kho. VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu của Việt Nam tại Mỹ, với doanh thu từ Mỹ chiếm tỷ trọng khoảng 60% doanh thu xuất khẩu của công ty.

Người tiêu dùng châu Âu rất quan tâm đến vấn đề bền vững môi trường và an toàn thực phẩm, và do vậy thị trường này chú trọng các tiêu chuẩn chất lượng quốc tế. Chúng tôi ước tính khoảng 80% vùng nuôi của VHC đã nhận được chứng nhận quốc tế (ASC, BAP hoặc GlobalG.A.P). Với tỷ lệ tự chủ nguyên liệu khoảng 55%, chúng tôi ước tính có khoảng 44% sản lượng cá tra của VHC đáp ứng các tiêu chuẩn nuôi trồng quốc tế, cao hơn các công ty khác. Điều này là lợi thế của VHC để hưởng lợi từ việc giảm thuế quan tại EU khi EVFTA bắt đầu có hiệu lực vào tháng 8.

Vùng nuôi Tân Hưng 220 ha sẽ tăng 58% tổng diện tích vùng nuôi của VHC lên 600 ha vào cuối năm 2019. Khoảng một nửa vùng nuôi mới này đã sẵn sàng thả nuôi trong năm nay, kỳ vọng tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu lên 55% vào năm 2020E và 60% vào năm 2021E. Trại ương cá tra giống tại vùng nuôi này (50 ha) kỳ vọng sẽ đáp ứng khoảng 30% nhu cầu cá giống của VHC (so với 0% hiện tại) nhằm kiểm soát chi phí và đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng toàn cầu.

Mua lần đầu

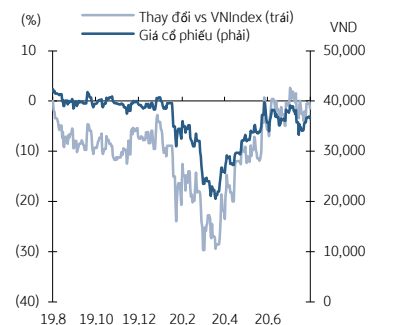
Giá mục tiêu	47,100 VND
Tổng mức sinh lời (%)	34.2%
Giá hiện tại (12/08/2020)	36,600 VND
Giá consensus	39,000 VND
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	288 tr.USD

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ free-float (%)	50.1%
GTGD trung bình (3T)	0.95 tr.USD
Room khối ngoại (%)	67.5%
Cổ đông lớn (%)	Trương Thị Lệ Khanh (43.2%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.7	9.9	5.3	-13.7
Tương đối	-0.9	8.4	16.6	-1.5

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	7,867	8,036	9,472	10,419
EBIT	1,132	1,022	1,220	1,372
LN sau CĐTS	1,179	965	1,133	1,262
EPS (VND)	6,430	5,262	6,176	6,880
Thay đổi EPS (%)	(18.2)	(18.2)	17.4	11.4
P/E (x)	5.7	7.0	5.9	5.3
EV/EBITDA (x)	5.8	6.3	5.2	4.7
P/B (x)	1.4	1.2	1.1	1.0
ROE (%)	26.5	18.6	19.6	19.8
Tỷ suất cổ tức (%)	2.8	5.5	8.2	9.6



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Có lợi nhất khi cá tra đào chiều năm 2020E

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC):

Lựa chọn hàng đầu của ngành do có lợi nhất khi cá tra đào chiều vào Q4

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu VHC với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 47,100 VND. Chúng tôi định giá dựa vào mô hình chiết khấu dòng tiền theo phương pháp dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá VHC là lựa chọn hàng đầu của ngành nhờ được hưởng lợi nhiều nhất khi xuất khẩu cá tra chuyển biến tích cực trong Q4 do vị thế dẫn đầu tại thị trường Mỹ.

Q2 giảm do đại dịch và giá xuất khẩu giảm; nửa cuối năm phục hồi do Mỹ tăng nhập hàng tồn kho và giá hồi phục về mức trước dịch

Lợi nhuận sơ bộ Q2 giảm 49% so với cùng kỳ năm ngoái xuống còn 152 tỷ VND với doanh thu 1,630 tỷ VND (giảm 19% YoY) chủ yếu do: 1) xuất khẩu sang Mỹ và Trung Quốc giảm do dịch vụ ăn uống bị ảnh hưởng bởi đại dịch; 2) biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 22% năm 2019 xuống còn 20% do giá xuất khẩu giảm (giảm toàn ngành từ giữa năm 2019); và 3) không còn khoản lãi từ việc thoái vốn Vạn Đức Tiền Giang năm ngoái (thu nhập giảm 32% YoY nếu loại trừ khoản lãi này). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi trong 6 tháng cuối năm (lợi nhuận Q3 tăng 8% YoY và Q4 tăng 64% YoY) do: 1) Mỹ tăng trữ hàng tồn kho; 2) xuất khẩu sang EU tăng (doanh thu 6 tháng đầu năm tăng 37% YoY bất chấp đại dịch); 3) giá xuất khẩu cá tra dần phục hồi về mức trước đại dịch; và 4) con số tăng trưởng khi so sánh cùng kỳ sẽ tốt hơn do lợi nhuận nửa cuối năm 2019 khá kém.

Ước tính tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân 8.4%/năm giai đoạn 2021E-2025E

Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân 8.4%/năm giai đoạn 2021E-2025E và kỳ vọng lợi nhuận 2021E sẽ tăng 17% YoY khi các thị trường xuất khẩu phục hồi sau đại dịch. Chúng tôi giả định: 1) thị trường xuất khẩu phục hồi từ Q4 (đặc biệt là Mỹ); 2) tăng sản lượng từ vùng nuôi Tân Hưng từ năm 2021E để hỗ trợ xuất khẩu; và 3) biên lãi gộp cao hơn khi trại cá giống 50 ha bắt đầu hoạt động (chúng tôi chưa phản ánh việc mở rộng trại cá giống giai đoạn 2 lên 100 ha).

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 FCFF). 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. Vĩnh Hoàn (VHC) – Định giá (DCF) & giá mục tiêu (VND, %)

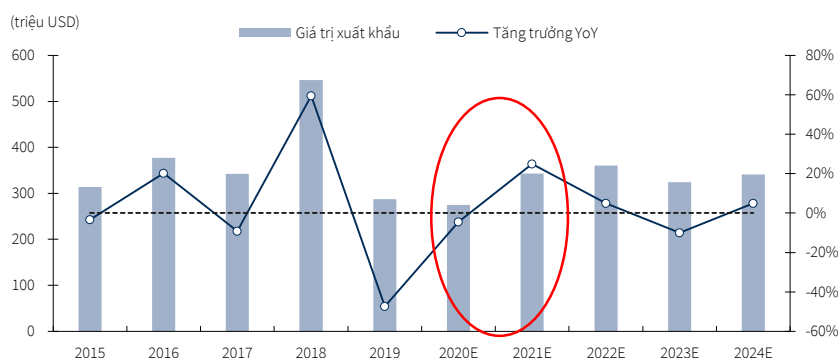
Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
WACC	W	10.60%	$(E/(E+D) * k_E) + ((D/(E+D)) * k_D * (1-t))$
Chi phí vốn CSH	k_E	11.77%	$r_f + (\beta_E * m)$
Beta có đòn bẩy	β_E	0.982	$\beta_A(1+((1-t)*D/E))$
Beta tài sản	β_A	0.810	Beta tài sản của ngành (BQ gia quyền)
Chi phí vốn vay	k_D	7.00%	$r_f + (\beta_D * m)$
Beta vốn vay	β_D	0.448	d / m
Giá định			
Đòn bẩy mục tiêu	D/E	25.00%	Tỷ lệ vốn vay/VCSH dài hạn
Thuế TNDN	t	15.00%	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		71.9%	
Hiện giá Dòng tiền tương lai (Tỷ VND)		2,709	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		6,936	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		9,644	
Tổng suất sinh lời		34.2%	
Giá mục tiêu (VND)		47,100	
Cổ tức/cp (VND)		2,000	

Nguồn: Chứng khoán KB Việt Nam

**Lựa chọn hàng đầu:
VHC có lợi nhất khi cá tra đào chiều
nhờ vị thế vượt trội tại thị trường
Mỹ**

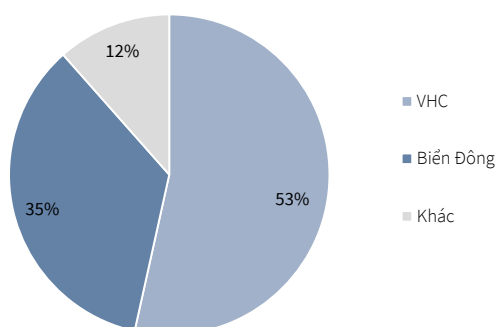
Chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ được hưởng lợi nhiều nhất khi xuất khẩu cá tra đào chiều, đặc biệt là tại thị trường Mỹ. VHC chiếm ưu thế trên thị trường Mỹ với chất lượng sản phẩm cá tra vượt trội. Điều này sẽ cho phép công ty hưởng lợi nhiều nhất khi Mỹ quay lại tăng tích trữ hàng tồn kho (như hồi Q1) sau khi bị trì hoãn do đại dịch và còn có thể sẽ kéo dài sang năm 2021E. Doanh số xuất khẩu của VHC vào thị trường Mỹ năm 2019 chiếm 53% tổng giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam vào thị trường này và sẽ là lợi thế khi các nhà bán sỉ tại Mỹ muốn tìm đối tác để nhập hàng tồn kho. Thị trường Mỹ cũng chiếm khoảng 60% tỷ trọng doanh thu xuất khẩu của VHC, và do vậy chúng tôi kỳ vọng thị trường Mỹ phục hồi sẽ thúc đẩy mạnh mẽ doanh thu của VHC trong 6 tháng cuối năm 2020E và năm 2021E.

Biểu đồ 1. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ & tăng trưởng, 2015-2024E (triệu USD, % YoY)

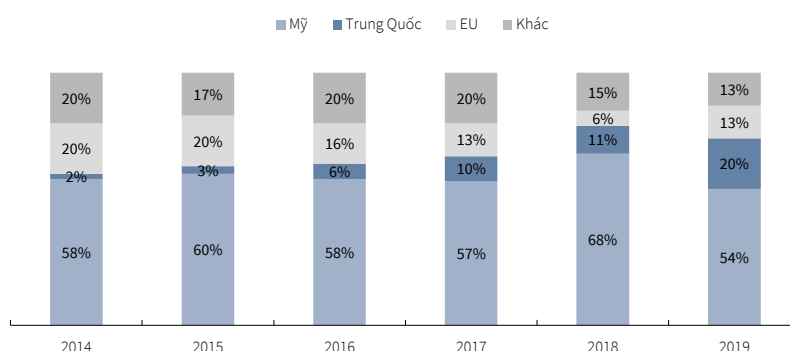


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 2. Thủy sản Mỹ - Thị phần các doanh nghiệp cá tra Việt Nam theo giá trị, 2019 (%)



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

Biểu đồ 3. Vinh Hoàn (VHC) – Cơ cấu doanh thu theo thị trường, 2014-2019 (%)

Nguồn: Báo cáo công ty

Chính sách giá premium giúp VHC tránh bị kiện bán phá giá

Chính sách giá premium (giá cao) giúp VHC tránh chịu thuế chống bán phá giá và trụ vững ở thị trường Mỹ. VHC có khả năng duy trì giá cao nhờ đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng nghiêm ngặt. Chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ tiếp tục vượt qua các đợt rà soát chống bán phá giá sắp tới và được hưởng lợi nhiều nhất khi thị trường Mỹ phục hồi. Trong khi đó, đa số các công ty cá tra khác của Việt Nam vẫn đang phải chịu thuế chống bán phá giá nên khó có thể quay lại thị trường Mỹ kịp thời để hưởng lợi từ đợt phục hồi này.

Bảng 2. Thủy sản Việt Nam – Thuế chống bán phá giá của Mỹ áp lên doanh nghiệp cá tra Việt Nam, 2007-2018 (USD/kg)

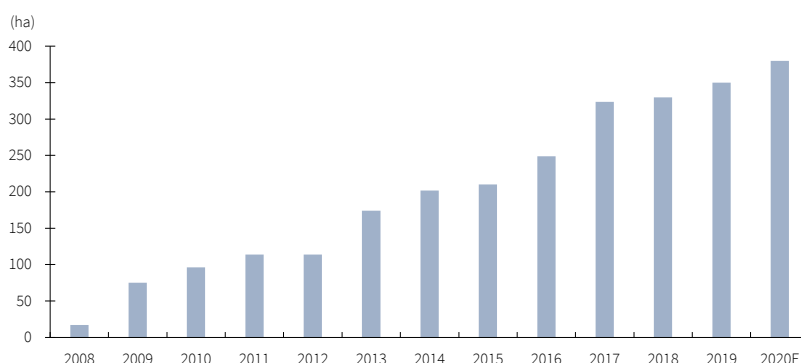
Kỳ xem xét	Toàn quốc	Vinh Hoàn	Hùng Vương	Biển Đông	Nam Việt	NTSF	Cửu Long
POR 5 2007-2008	2.11	0		0.02		0	
POR 6 2008-2009	2.11	0		0.02		0	
POR 7 2009-2010	2.11	0		0.19		0	
POR 8 2010-2011	2.11	0.13	0.77	0.19	0.77	0.77	
POR 9 2011-2012	2.11	0	1.2	0.19	0.77	0.42	0.42
POR 10 2012-2013	2.39	0	0.97	0.19	0.97	0.97	0.97
POR 11 2013-2014	2.39	0	0.41	0.19	0.69	0.69	0.69
POR 12 2014-2015	2.39	0	0.41	0.19	0.69	0.69	0.69
POR 13 2015-2016	2.39	0	3.87	0.19	0.69	3.87	3.87
POR 14 2016-2017	2.39	0	3.87	0.19	0.69	1.37	1.37
POR 15 2017-2018	2.39	0	3.87	0.19	0.69	0.15	1.37

Nguồn: Bộ Thương mại Hoa Kỳ

Áp dụng các tiêu chuẩn chất lượng toàn cầu đáp ứng hiệp định EVFTA

Chúng tôi ước tính rằng hiện khoảng 80% vùng nuôi của VHC đã nhận được chứng nhận quốc tế như ASC (Hội đồng Quản lý Nuôi trồng Thủy sản), BAP (Thực hành Nuôi trồng Thủy sản tốt nhất), hoặc GlobalG.A.P (Tiêu chuẩn Toàn cầu về Thực hành Nông nghiệp tốt). VHC đặt mục tiêu 100% vùng nuôi được cấp giấy chứng nhận quốc tế, và vùng nuôi mới Tân Hưng kỳ vọng cũng sẽ đạt chứng nhận quốc tế sau khi hoàn thiện. Điều này mang lại lợi thế khá lớn cho VHC tại thị trường EU khi thị trường này rất nhạy cảm với vấn đề bền vững môi trường và an toàn thực phẩm. Tháng 10/2019 tại Thụy Điển, thương hiệu Vinhwellness của VHC tung ra sản phẩm Collagen (sản phẩm phụ của quá trình chế biến cá tra) đầu tiên trên thế giới đạt chứng nhận ASC. Doanh thu của VHC từ collagen và gelatin đã tăng trưởng 24% YoY trong nửa đầu năm nay bất chấp đại dịch.

Biểu đồ 4. Vĩnh Hoàn (VHC) – Diện tích vùng nuôi đạt giấy chứng nhận quốc tế, 2008-2020E (ha)

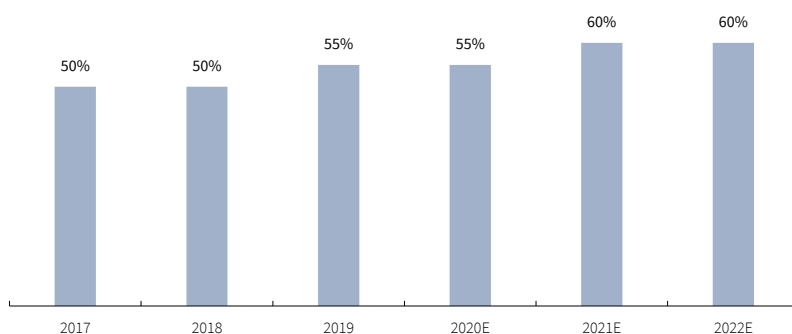


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu để cải thiện biên lãi gộp và nâng cấp vùng nuôi để đạt chứng nhận quốc tế

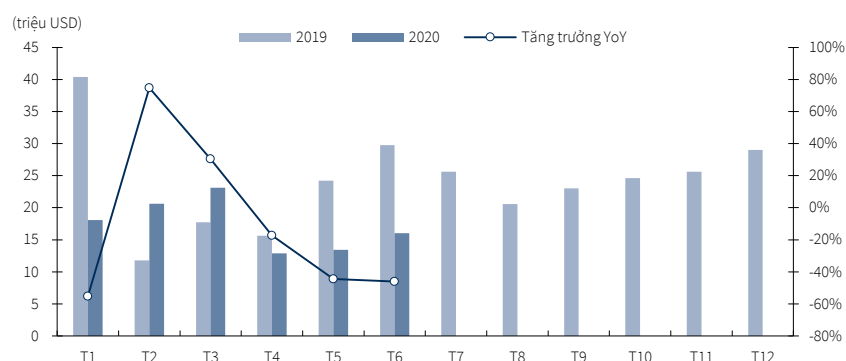
VHC cũng đang tăng dần tỷ lệ tự chủ nguyên liệu bằng cách mở rộng vùng nuôi để quản lý chuỗi sản xuất tốt hơn và tăng biên lãi gộp. Khoảng một nửa vùng nuôi Tân Hưng 220 ha đã sẵn sàng thả nuôi trong năm 2020E, trong khi phần còn lại còn đang xử lý phèn và kỳ vọng có thể thả nuôi trong năm sau. Khu ương giống 50 ha dự kiến cung cấp 30% nhu cầu cá giống cho VHC từ 0% hiện tại để hoàn thiện chuỗi sản xuất, cắt giảm chi phí và đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng toàn cầu. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu của VHC sẽ đạt 55% vào năm 2020E và 60% từ năm 2021E khi vùng nuôi Tân Hưng hoàn thiện.

Biểu đồ 5. Vĩnh Hoàn (VHC) – Tỷ lệ tự chủ nguyên liệu, 2017-2022E (%)



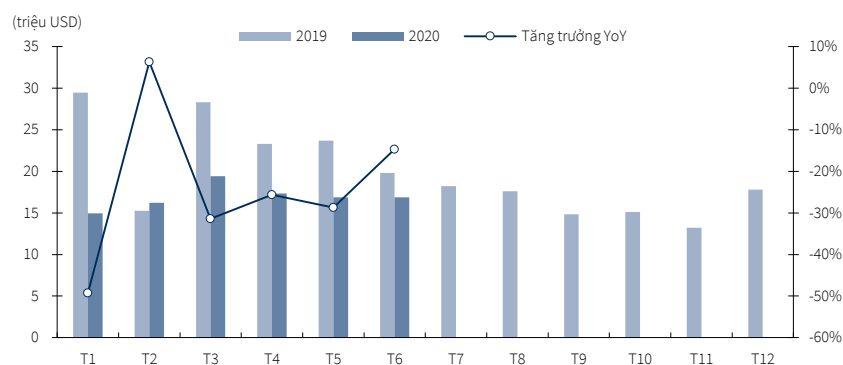
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 6. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ & tăng trưởng YoY hàng tháng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)



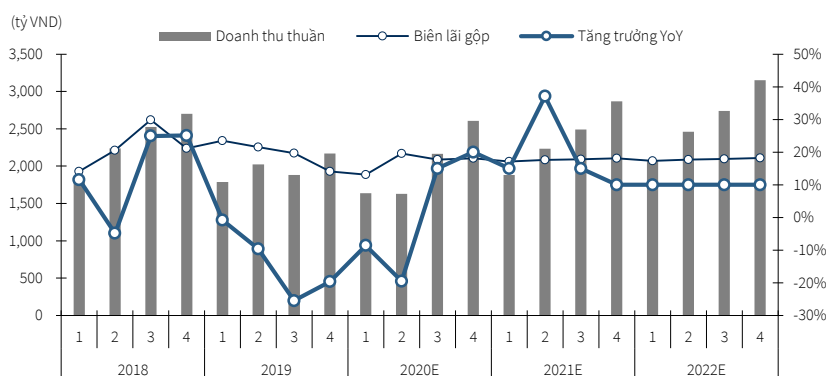
Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 7. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu cá tra sang EU & 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 8. Vĩnh Hoàn (VHC) – 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

Cá tra kỳ vọng sẽ đảo chiều từ quý 4

TRIỂN VỌNG NGẮN HẠN:

Xuất khẩu cá tra kỳ vọng sẽ tăng trưởng dương trong quý 4

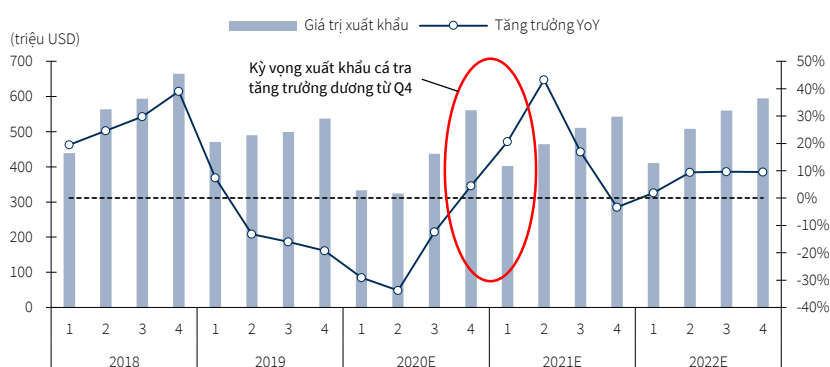
Xuất khẩu cá tra đảo chiều tăng trưởng dương sẽ là động lực tăng giá cho cổ phiếu các doanh nghiệp cá tra Việt Nam và chúng tôi ước tính sự đảo chiều này sẽ diễn ra trong quý 4. Sau khi ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 27% YoY trong năm 2018, xuất khẩu cá tra đã giảm liên tục kể từ tháng 3/2019 và khiến thị trường e ngại đầu tư vào cổ phiếu các doanh nghiệp cá tra Việt Nam do không biết khi nào ngành cá tra mới tăng trở lại. Tuy vậy, đang có những yếu tố tích cực hỗ trợ ngành, cải thiện tâm lý của thị trường và đảo ngược đà sụt giảm thời gian qua, bao gồm sản lượng xuất khẩu có dấu hiệu phục hồi, giá cả ổn định và số liệu so sánh cùng kỳ năm trước đỡ tiêu cực hơn do xuất khẩu nửa cuối năm 2019 đã bình thường trở lại từ mức cao kỷ lục trước đó. Thiếu cá tra giống hồi đầu năm 2018 do thời tiết xấu đã dẫn đến tình trạng thiếu cá tra nguyên liệu cung cấp cho các nhà máy chế biến và đẩy giá cá tra tăng đột biến cuối năm 2018, kích thích người nuôi cá tra thả nuôi tràn lan và nhanh chóng đẩy thị trường vào tình trạng dư cung nghiêm trọng.

GIÁ TRỊ XUẤT KHẨU:

Hai yếu tố quan trọng hỗ trợ ngành từ Q3

Dịch COVID-19 đã khiến xuất khẩu giảm mạnh 32% YoY trong 6 tháng đầu năm, do sản lượng xuất khẩu giảm 12% YoY và giá xuất khẩu giảm 22% YoY. Tuy nhiên chúng tôi ước tính xuất khẩu sẽ tăng trưởng dương trở lại vào Q4 khi sản lượng đang có dấu hiệu phục hồi và giá giữ ở mức ổn định. Theo tính toán của chúng tôi: 1) Sản lượng xuất khẩu cá tra sẽ ngừng giảm từ Q3 và đi ngang so với cùng kỳ năm trước; và 2) Giá xuất khẩu chạm đáy và bật tăng trở lại từ Q4.

Biểu đồ 9. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu cá tra & tăng trưởng YoY hàng quý, 2018-2022E (triệu USD, % YoY)



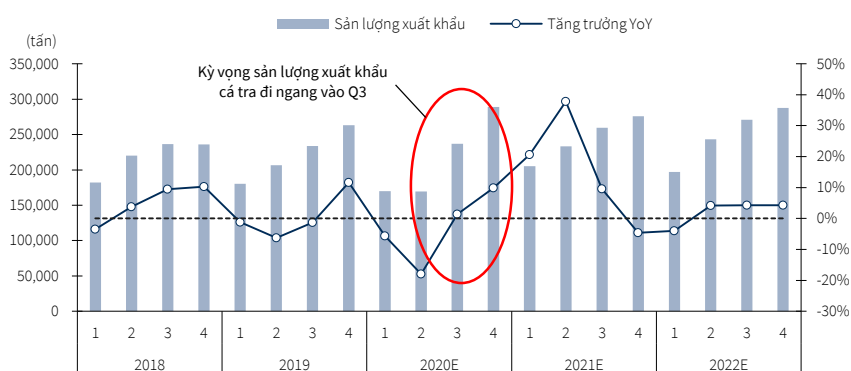
Nguồn: Agromonitor, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

SẢN LƯỢNG XUẤT KHẨU:

Kỳ vọng tăng trưởng từ Q4 khi thị trường Trung Quốc phục hồi, Mỹ tăng tích trữ hàng tồn kho và EVFTA hỗ trợ xuất khẩu sang EU

Số liệu xuất khẩu sơ bộ tháng 6 của Tổng cục Hải quan cho thấy chỉ có Trung Quốc có dấu hiệu phục hồi khi đây là thị trường đầu tiên mở cửa lại nền kinh tế (tất cả các thị trường lớn khác tiếp tục tăng trưởng âm). Các thị trường khác có thể cũng sẽ cải thiện từ Q3 nhưng tốc độ phục hồi sẽ khác nhau tùy thị trường. Chúng tôi kỳ vọng Mỹ sẽ quay lại tích trữ hàng tồn kho từ Q3 và Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam - EU (EVFTA) sẽ cải thiện xuất khẩu sang EU từ Q4.

Biểu đồ 10. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra & tăng trưởng YoY theo quý, 2018-2022E (tấn, % YoY)



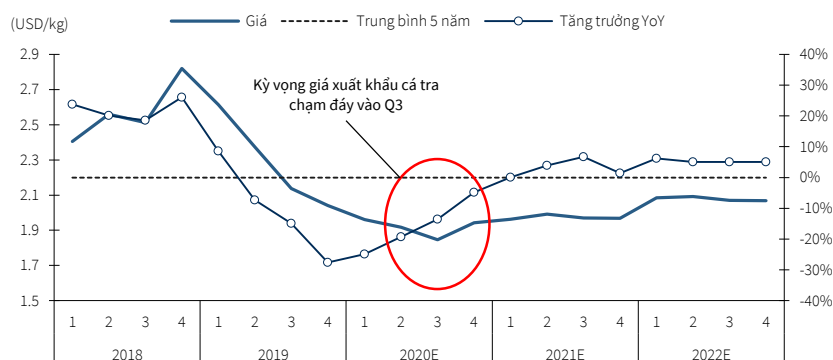
Nguồn: Agromonitor, Chứng khoán KB Việt Nam

GIÁ XUẤT KHẨU:

Chạm đáy vào Q3 và sau đó tăng trở lại

Chúng tôi kỳ vọng giá xuất khẩu sẽ chạm đáy trong Q3 và bật tăng từ Q4, nhất là ở thị trường Trung Quốc và EU. Trung Quốc thắt chặt kiểm tra COVID-19 đối với hàng thủy sản nhập khẩu khiến việc nhập khẩu hàng hóa bị trì trệ và giá giảm trong Q3 nhưng kỳ vọng sẽ phục hồi lại trong Q4 khi được nới lỏng hơn. Khi Hiệp định EVFTA có hiệu lực vào tháng 8, chúng tôi kỳ vọng giá xuất khẩu cá tra vào EU sẽ được hưởng lợi từ Q4 nhờ được giảm thuế nhập khẩu và cải thiện khả năng cạnh tranh về giá tại thị trường này.

Biểu đồ 11. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá xuất khẩu cá tra & tăng trưởng YoY theo quý, 2018-2022E (USD/kg, % YoY)

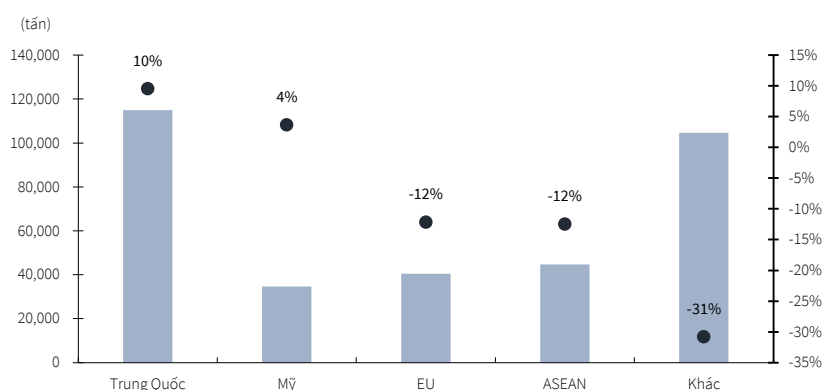


Nguồn: Agromonitor, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

SẢN LƯỢNG THEO THỊ TRƯỜNG:
Thị trường Mỹ và Trung Quốc hồi phục tốt, trong khi EU, ASEAN và các nước khác vẫn chịu ảnh hưởng nặng nề

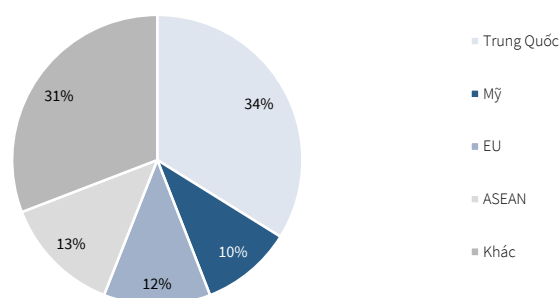
Sản lượng xuất khẩu sang Mỹ và Trung Quốc vẫn duy trì mức tăng trưởng dương trong 6 tháng đầu năm bất chấp đại dịch và có dấu hiệu phục hồi tốt, trong khi thị trường EU, ASEAN và các nước khác chịu ảnh hưởng nặng nề. Mỹ và Trung Quốc hiện chiếm tỷ trọng 44% tổng sản lượng xuất khẩu cá tra của Việt Nam và chúng tôi cho rằng đây là những thị trường có triển vọng phục hồi nhanh nhất, tiếp đến là EU, trong khi thị trường ASEAN và các nước khác sẽ phục hồi trễ hơn vào năm 2021E.

Biểu đồ 12. Thủy sản Việt Nam – Sản lượng xuất khẩu cá tra theo thị trường & tăng trưởng, 1H20 (tấn, % YoY)



Nguồn: Agromonitor, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 13. Thủy sản Việt Nam – Cơ cấu sản lượng xuất khẩu cá tra theo thị trường, 1H20 (%)

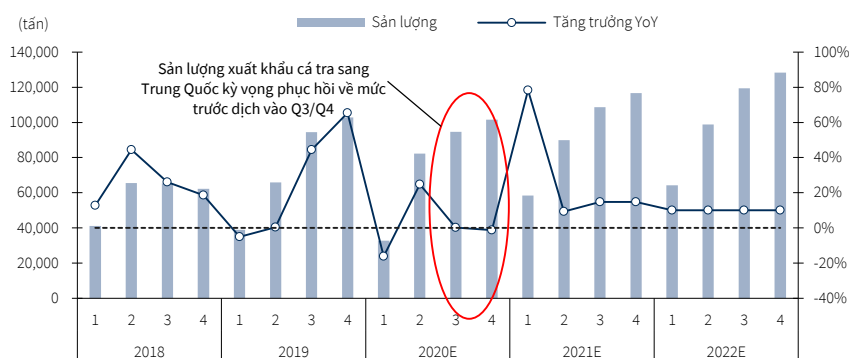


Nguồn: Agromonitor, Chứng khoán KB Việt Nam

Thị trường Trung Quốc bắt đầu phục hồi khi nền kinh tế mở cửa lại

Sản lượng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc tăng trưởng dương trong Q2 khi đây là thị trường đầu tiên mở cửa lại nền kinh tế. Đại dịch đã ảnh hưởng khá rõ tới thị trường này trong Q1 khi xuất khẩu giảm so với cùng kỳ năm ngoái. Trung Quốc là thị trường có mức tăng trưởng hấp dẫn trong vài năm qua khi cá tra bắt đầu trở nên phổ biến hơn tại các nhà hàng Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là thị trường đầu tiên phục hồi về mức trước đại dịch và sản lượng xuất khẩu Q3/Q4 sẽ đạt mức cùng kỳ năm 2019.

Biểu đồ 14. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc & tăng trưởng YoY hàng quý, 2018-2022E (tấn, % YoY)



Nguồn: Agromonitor, Chứng khoán KB Việt Nam

Sản lượng xuất khẩu sang Mỹ tăng khi thị trường mở cửa lại và tăng nhập hàng tồn kho

Việc thị trường Mỹ mở cửa trở lại sẽ tăng nhu cầu tiêu thụ của các dịch vụ ăn uống và tăng tích trữ hàng tồn kho từ các nhà bán sỉ. Nhu cầu tiêu thụ cá tra tại Mỹ đến từ mảng dịch vụ ăn uống và mảng bán lẻ (siêu thị) thông qua các nhà bán sỉ. Chúng tôi kỳ vọng cả hai mảng này sẽ phục hồi khi nền kinh tế mở cửa trở lại. Cụ thể, các nhà bán sỉ của Mỹ đã bắt đầu tăng nhập hàng tồn kho từ Q1 sau khi giảm bớt lượng hàng tồn đọng từ năm 2019 lúc họ lo ngại về chiến tranh thương mại Mỹ-Trung. Chúng tôi kỳ vọng các đơn hàng bị hoãn trong Q2 sẽ tăng mạnh sản lượng xuất khẩu Q3 và nhất là Q4 (mùa lễ hội hàng năm).

Biểu đồ 15. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra sang Mỹ & tăng trưởng YoY hàng quý, 2018-2022E (tấn, % YoY)

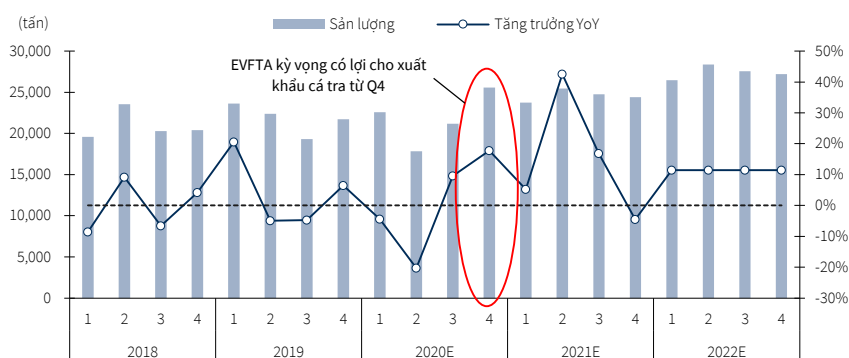


Nguồn: Agromonitor, Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Chứng khoán KB Việt Nam

EVFTA giúp tiêu thụ cá tra tại EU thoát khỏi đà giảm

Chúng tôi kỳ vọng Hiệp định EVFTA sẽ giúp tiêu thụ cá tra tại EU thoát khỏi đà giảm. EVFTA không chỉ cải thiện khả năng cạnh tranh về giá khi giảm thuế nhập khẩu từ 5.5% xuống 4.1% vào năm 2020E và được xóa bỏ hoàn toàn vào năm 2023E, mà còn khắc phục các vấn đề liên quan đến quy tắc xuất xứ, an toàn thực phẩm và bền vững môi trường. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu sang EU sẽ tăng trở lại trong Q4 khi tác động từ EVFTA dần rõ ràng hơn.

Biểu đồ 16. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra sang EU & tăng trưởng YoY hàng quý, 2018-2022E (tấn, % YoY)

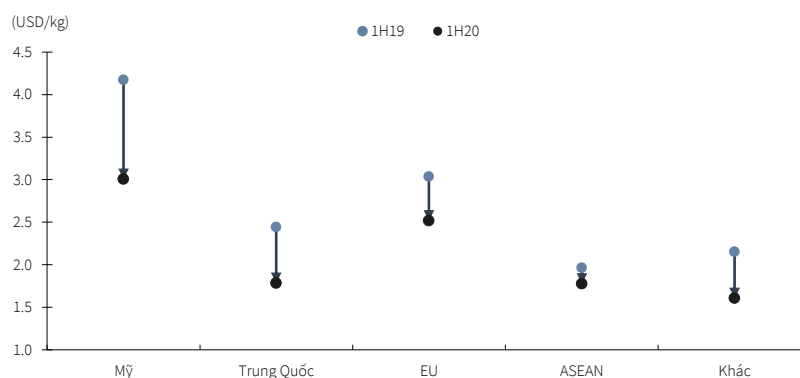


Nguồn: Agromonitor, Chứng khoán KB Việt Nam

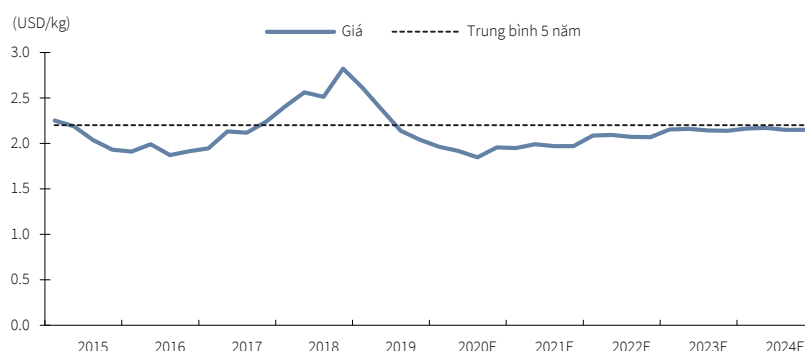
GIÁ XUẤT KHẨU THEO THỊ TRƯỜNG: Giá xuất khẩu đã giảm về mức bền vững, dù có chịu ảnh hưởng bởi đại dịch

Sau khi giảm mạnh từ mức cao kỷ lục năm 2018, giá xuất khẩu hiện đã ổn định ở mức bền vững hơn. Do thiếu cá, giá cá tra đã tăng đột biến vào năm 2018, dẫn đến tình trạng nhiều hộ nuôi thả nuôi quá mức, và hậu quả sau đó là cung vượt cầu, giá giảm mạnh vào năm 2019. Ngoài ra, hàng tồn kho tồn đọng tại Mỹ từ năm 2019 đang cân bằng trở lại và cũng làm giảm bớt áp lực lên giá.

Biểu đồ 17. Thủy sản Việt Nam – Giá xuất khẩu cá tra theo thị trường, 1H19-1H20 (USD/kg)



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

Biểu đồ 18. Thủy sản Việt Nam – Giá xuất khẩu cá tra trung bình, 2015-2024E (USD/kg)

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

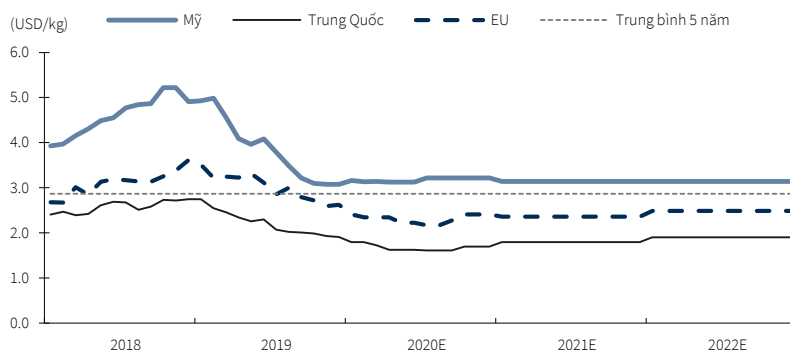
Giá xuất khẩu đã giảm về mức bền vững, dù có chịu ảnh hưởng bởi đại dịch

Trung Quốc: giá xuất khẩu thường thấp hơn 30-40% so với thị trường Mỹ và thấp hơn 20-30% so với thị trường EU do: 1) chi phí vận chuyển và kiểm tra thấp hơn; và 2) chi phí nuôi thấp hơn khi các yêu cầu về môi trường và an toàn thực phẩm ít nghiêm ngặt hơn. Nhu cầu cá tra đã có dấu hiệu tăng trở lại và chúng tôi kỳ vọng giá xuất khẩu trong Q4 sẽ cao hơn khi Trung Quốc nới lỏng kiểm tra COVID-19 đối với hàng thủy sản nhập khẩu.

Mỹ: giá xuất khẩu cao nhất do: 1) tỷ trọng chế biến cá tra phiê đông lạnh cao hơn; 2) quy định nghiêm ngặt hơn về môi trường và an toàn thực phẩm; và 3) khó giảm giá sâu để cạnh tranh do lo ngại về thuế chống bán phá giá. Cá tra Việt Nam luôn bị Mỹ giám sát chặt chẽ về vấn đề bán phá giá kể từ năm 2003 và bị áp thuế chống bán phá giá cao (ngoại trừ 2 nhà xuất khẩu cá tra hàng đầu chỉ chịu thuế thấp hoặc miễn thuế), cao hơn nhiều so với tôm. Điều này ngăn cản việc giảm giá xuất khẩu để cạnh tranh và buộc nhiều công ty phải rút khỏi thị trường Mỹ. Hàng tồn kho tồn đọng từ đợt tích trữ cá tra năm 2019 do lo ngại chiến tranh thương mại Mỹ-Trung đã gây áp lực lên giá xuất khẩu trong thời gian dài. Tuy nhiên, trước đại dịch Mỹ đã bắt đầu tăng thu mua cá tra do tồn kho giảm, nhưng sau đó bị trì hoãn do giãn cách xã hội, và do đó chúng tôi kỳ vọng giá xuất khẩu sẽ tăng trong Q3/Q4 khi Mỹ quay lại tích trữ hàng tồn kho.

EU: giá cá tra rất nhạy cảm với các vấn đề môi trường và an toàn thực phẩm, đồng thời chịu cạnh tranh từ các loại cá thịt trắng khác (cá tuyết, cá minh thái). Cá tra vẫn còn ít được ưa chuộng tại EU khi bị truyền thông chỉ trích về phương pháp nuôi cá (không bền vững về môi trường), nên trước đại dịch xu hướng giá xuất khẩu cá tra vào thị trường EU vẫn yếu hơn so với thị trường Trung Quốc và Mỹ. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng giá xuất khẩu sang EU sẽ được hưởng lợi trong ngắn hạn, đặc biệt là Q4, nhờ việc cắt giảm thuế quan từ 5.5% xuống 4.1% cuối năm 2020E.

Biểu đồ 19. Thủy sản Việt Nam – Giá xuất khẩu cá tra theo thị trường, 2018-2022E (USD/kg)

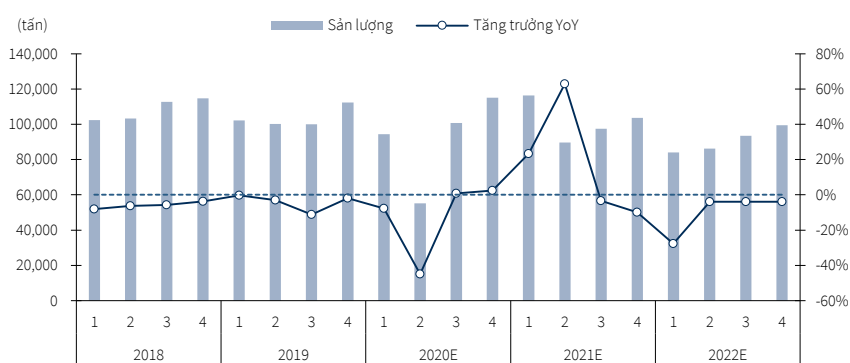


Nguồn: International Trade Centre, Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

Các nước khác: ASEAN, Trung Đông và Mỹ Latinh sẽ phục hồi muộn hơn vào năm 2021E

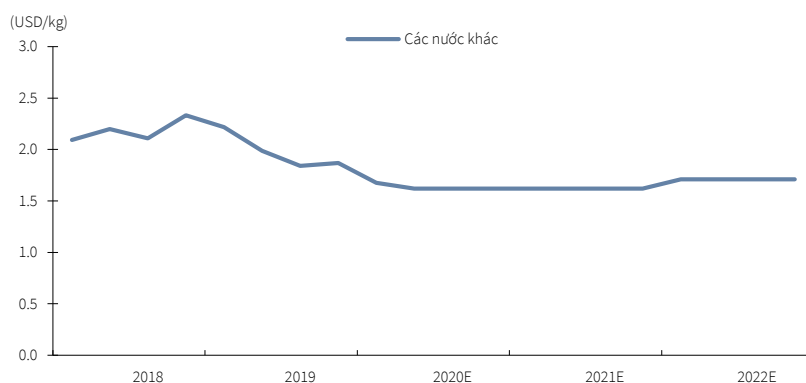
Với tình trạng giảm mạnh vào nửa đầu năm 2020, chúng tôi cho rằng các thị trường còn lại sẽ khó có thể hồi phục trong năm nay cho đến khi đại dịch được kiểm soát tốt hơn. Các thị trường này bao gồm ASEAN (chủ yếu là Singapore và Malaysia), Trung Đông và Mỹ Latinh. Trong nửa đầu năm 2020, sản lượng xuất khẩu sang ASEAN giảm 15% YoY, Trung Đông giảm gần 30% YoY và Mỹ Latinh giảm gần 40% YoY. Tuy vậy, giá xuất khẩu tại các thị trường này đã ổn định hơn và xuất khẩu sẽ nhanh chóng được phục hồi khi nhu cầu tăng trở lại.

Biểu đồ 20. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra sang các nước khác & tăng trưởng YoY hàng quý, 2018-2022E (tấn, % YoY)



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

Biểu đồ 21. Thủy sản Việt Nam – Giá xuất khẩu cá tra trung bình sang các nước khác, 2018-2022E (USD/kg)

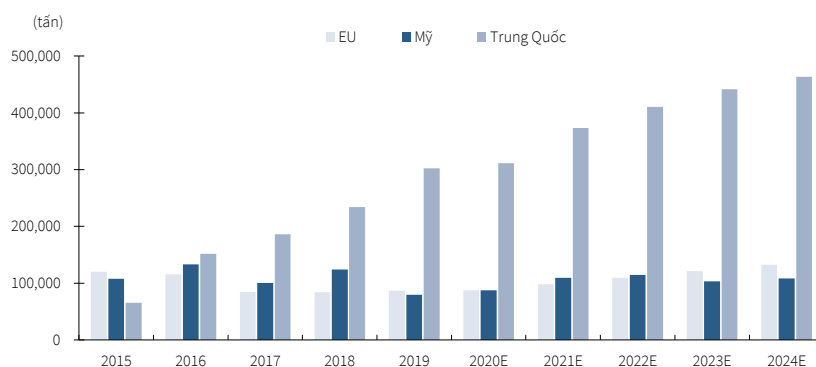


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

**TRIỂN VỌNG TRUNG-DÀI HẠN:
Các thị trường xuất khẩu chính của cá tra Việt Nam tiếp tục phục hồi trong năm 2021E**

Chúng tôi kỳ vọng những chuyển biến tích cực tại các thị trường sẽ còn tiếp diễn trong năm 2021E. Thị trường Trung Quốc kỳ vọng tiếp tục xu hướng tăng như trước đại dịch, chủ yếu đến từ phân khúc dịch vụ ăn uống (hầu hết nhu cầu cá tra tại Trung Quốc đến từ các nhà hàng). Lượng tồn kho tồn đọng ở Mỹ đã giảm và việc tăng nhập hàng tồn kho có thể sẽ tiếp tục vào năm 2021E, cùng với nhu cầu tăng lên từ mảng dịch vụ ăn uống khi kinh tế Mỹ bình thường trở lại. Hiệp định EVFTA vào tháng 8 không chỉ giúp cải thiện khả năng cạnh tranh về giá mà còn cải thiện hình ảnh cá tra Việt Nam trong mắt người tiêu dùng EU thông qua giải quyết các vấn đề liên quan đến bền vững môi trường và an toàn thực phẩm. Chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc tăng 3% YoY trong năm 2020E và tăng 20% YoY năm 2021E; sang Mỹ tăng 10% YoY năm 2020E và tăng 25% YoY năm 2021E; và EU không tăng trong năm nay nhưng tăng 13% YoY năm 2021E.

Biểu đồ 22. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra sang các thị trường, 2015-2024E (tấn)

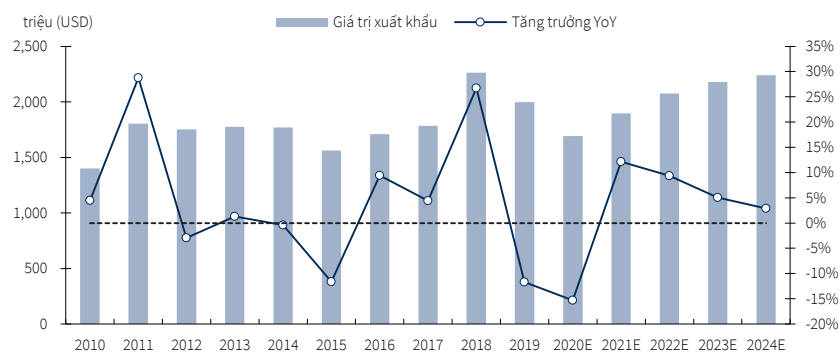


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Tình hình nuôi cá tra được cải thiện đáng kể giúp giữ giá đầu ra ổn định

Tình hình nuôi cá tra của Việt Nam đang được cải thiện đáng kể và sẽ giúp xuất khẩu tăng trưởng bền vững hơn từ năm 2021E trở đi. Quy mô nuôi cá tra hiện vẫn đang ở mức thấp nhưng chúng tôi kỳ vọng sắp tới sản lượng cá tra sẽ gia tăng bền vững hơn khi các doanh nghiệp lớn đang đầu tư vùng nuôi để tăng tỷ lệ tự chủ cá nguyên liệu, giải quyết các vấn đề về an toàn thực phẩm và môi trường. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng giá xuất khẩu sẽ được giữ ổn định trong suốt giai đoạn dự phóng, đồng thời sản lượng xuất khẩu sẽ tăng dần, thúc đẩy tăng trưởng giá trị xuất khẩu trong trung và dài hạn, tránh lặp lại những sai lầm của năm 2018. Chúng tôi ước tính sau khi giảm 15% YoY trong năm 2020E thì giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam sẽ tăng 12% YoY vào năm 2021E và tăng trưởng trung bình khoảng 5-6%/năm trong những năm tới.

Biểu đồ 23. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu cá tra & tăng trưởng, 2010-2024E (triệu USD, % YoY)

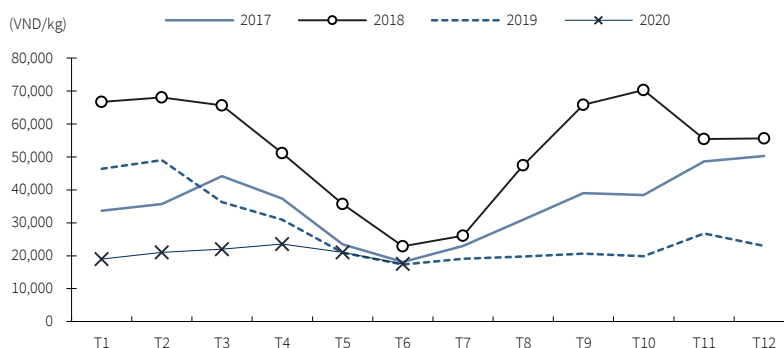


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Giá cá tra giống vẫn còn yếu, báo hiệu người nuôi đang e ngại thả nuôi thêm

Giá cá tra giống hiện đang ở mức thấp nhất trong vòng 4 năm trở lại đây, báo hiệu người nuôi vẫn đang e ngại thả nuôi thêm, nhất là trong bối cảnh xuất khẩu vẫn ảm đạm và đầy rủi ro do đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng giá cá nguyên liệu sẽ được cải thiện trong năm 2021E khi nhu cầu xuất khẩu bắt tăng trở lại và nhu cầu vượt quá nguồn cung. Nguồn cung sẽ chưa thể đáp ứng ngay được do cần mất khoảng sáu tháng để nuôi từ cá tra giống thành cá trưởng thành.

Biểu đồ 24. Thủy sản Việt Nam – Giá cá tra giống (kích cỡ 30 con/kg), T1/2017-T6/2020 (VND/kg)

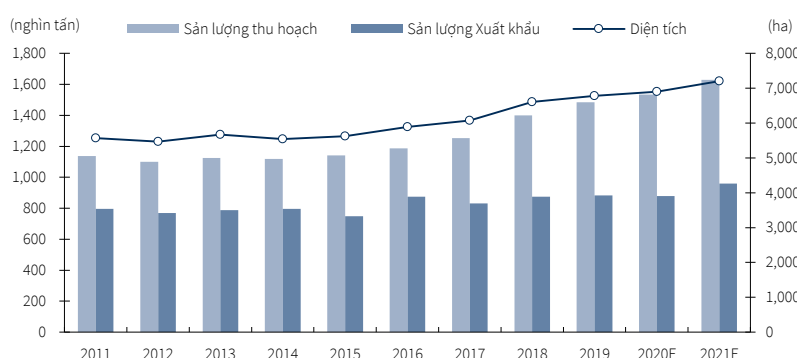


Nguồn: Agromonitor

Vùng nuôi mới đẩy mạnh sản lượng từ năm 2021E

Sản lượng thu hoạch cá tra sẽ tăng trưởng dương vào năm 2021E khi các vùng nuôi mới bắt đầu đi vào hoạt động. Các doanh nghiệp cá tra lớn đã đầu tư khá nhiều vào vùng nuôi từ năm 2018 để cắt giảm chi phí nguyên liệu và tăng tỷ lệ tự chủ bằng cách mở rộng diện tích vùng nuôi (Nam Việt: 600ha; và Vĩnh Hoàn 220ha). Hầu hết các dự án này sẽ hoàn thiện vào năm 2021E và chúng tôi ước tính các vùng nuôi mới sẽ tăng khoảng 10% sản lượng cá tra của toàn Việt Nam vào năm 2021E.

Biểu đồ 25. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng diện tích nuôi & sản lượng cá tra, 2011-2021E (ha, nghìn tấn)

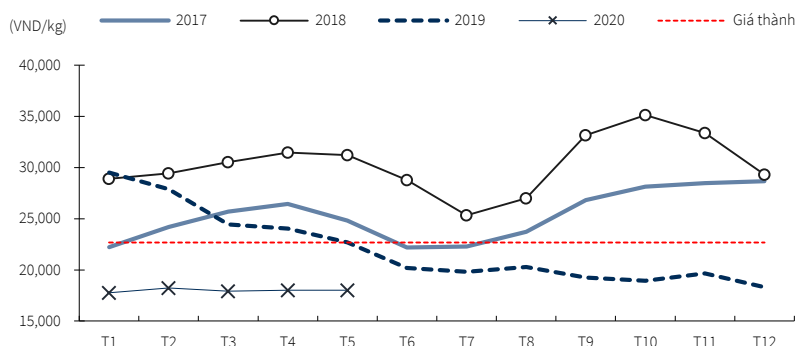


Nguồn: Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn, Chứng khoán KB Việt Nam

Giá cá nguyên liệu phục hồi sẽ khuyến khích thả nuôi mới và thúc đẩy sản lượng

Giá cá tra nguyên liệu quá thấp kể từ giữa năm 2019 đến nay khiến người nuôi phải chịu lỗ 15% so với giá thành. Người nuôi chấp nhận bán cắt lỗ để tránh tổn thêm chi phí thức ăn do cá càng lớn càng khó tăng trọng lượng. Nhiều ao nuôi sau đó phải bỏ trống hoặc chuyển sang nuôi tôm do tôm có giá tốt hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng khi giá bán cá tra tăng trở lại thì người nuôi sẽ quay lại thả nuôi các ao đang bỏ trống và thúc đẩy sản lượng.

Biểu đồ 26. Thủy sản Việt Nam – Giá cá tra nguyên liệu (kích cỡ 700g/con) & giá thành, T1/2017-T5/2020 (VND/kg)

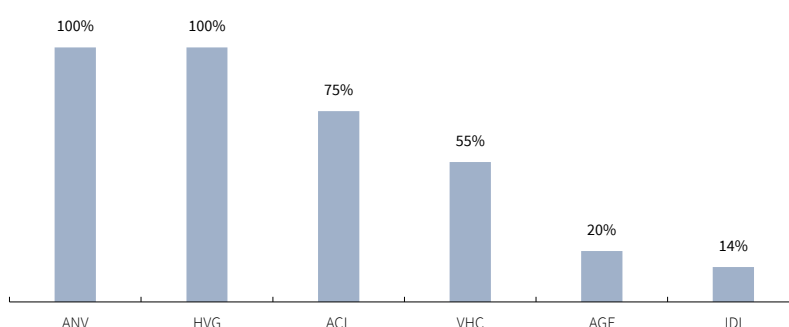


Nguồn: Agromonitor

Tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu giúp quản lý sản lượng tốt hơn

Các doanh nghiệp cá tra lớn của Việt Nam đang tìm cách tăng tỷ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu để kiểm soát tốt sản lượng và cắt giảm chi phí. Xu hướng này cũng giúp khắc phục khó khăn trong việc kiểm soát nguồn cá nguyên liệu mua ngoài. Cá tra tự nuôi cho phép doanh nghiệp kiểm soát tốt hơn các vấn đề về an toàn thực phẩm, bền vững môi trường và quy tắc xuất xứ, đáp ứng yêu cầu nghiêm ngặt của các thị trường khó tính như Mỹ và EU. Chúng tôi kỳ vọng việc tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu và đầu tư vào các vùng nuôi sẽ giúp quản lý sản lượng cá tra tốt hơn.

Biểu đồ 27. Thủy sản Việt Nam – Tỷ lệ tự chủ cá tra nguyên liệu của các doanh nghiệp, 2019 (%)



ANV = CTCP Nam Việt; HVG = CTCP Hùng Vương; ACL = CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang; VHC = CTCP Vĩnh Hoàn; AGF = CTCP XNK Thủy sản An Giang; IDI = CTCP Đầu tư & Phát triển Đa quốc gia I.D.I

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

THỊ TRƯỜNG TRUNG QUỐC 2021E & DÀI HẠN:

Đà tăng trưởng tốt trong những năm qua sẽ tiếp tục vào năm 2021E

Dịch COVID-19 đã ảnh hưởng nghiêm trọng tới xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc trong năm 2020E và gián đoạn đà tăng trưởng của những năm qua nhưng chúng tôi kỳ vọng thị trường này sẽ sớm quay trở lại xu hướng trước dịch vào đầu năm 2021E và tiếp tục giữ vai trò dẫn đầu về sản lượng xuất khẩu. Cá tra nhanh chóng được người tiêu dùng Trung Quốc ưa chuộng, chủ yếu ở các nhà hàng (lẩu), nhờ chất lượng thịt tốt và giá cạnh tranh. Cá tra phi lê đông lạnh và cá nguyên con xẻ bướm có giá trung bình chỉ khoảng 1.60 USD/kg. Cá tra bắt đầu thâm nhập vào thị trường Trung Quốc với sản lượng nhỏ nhưng giá tăng dần, và khi được chấp nhận rộng rãi từ tháng 3/2019 thì bắt đầu giảm giá bán để đẩy nhanh sản lượng, với nhu cầu chủ yếu đến từ kênh nhà hàng. Từ đó, Trung Quốc trở thành thị trường lớn nhất của cá tra Việt Nam với tốc độ tăng trưởng bình quân 53%/năm trong giai đoạn 2015-2018.

Giai đoạn trước tháng 3/2019:

“giá tăng, lượng thấp” giai đoạn thị trường chấp nhận sản phẩm mới

→ cá tra bắt đầu được phổ biến rộng rãi với người tiêu dùng Trung Quốc nhờ chất lượng thịt tốt với giá cạnh tranh

Giai đoạn T3-T12/2019:

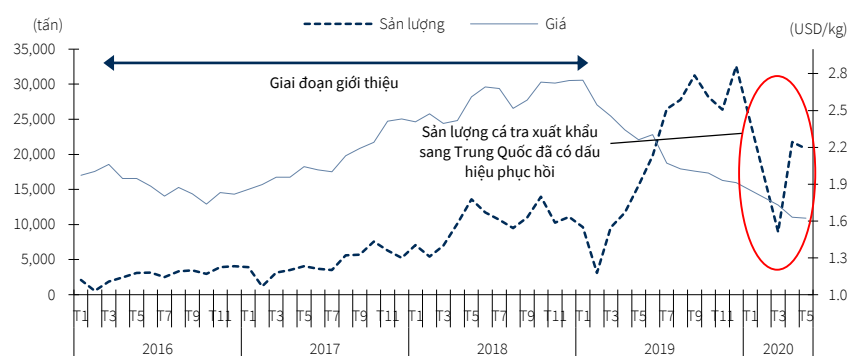
“lượng cao, giá giảm” giai đoạn xâm nhập

→ doanh nghiệp cá tra giảm giá bán để đẩy nhanh sản lượng xuất khẩu, nhằm xâm nhập sâu hơn vào thị trường

T1/2020-hiện tại:

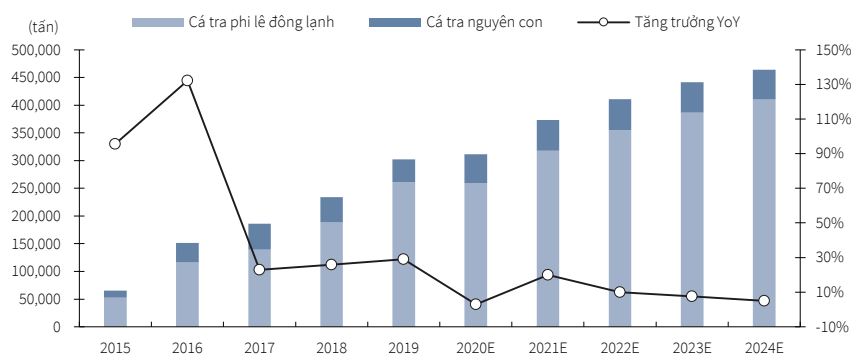
Dịch COVID-19 ảnh hưởng xấu đến xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc

Biểu đồ 28. Thủy sản Việt Nam – Giá & sản lượng xuất khẩu cá tra hàng tháng sang Trung Quốc, T1/2016-T5/2020 (tấn, USD/kg)



Nguồn: International Trade Centre, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 29. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc & tăng trưởng, 2015-2024E (tấn, % YoY)



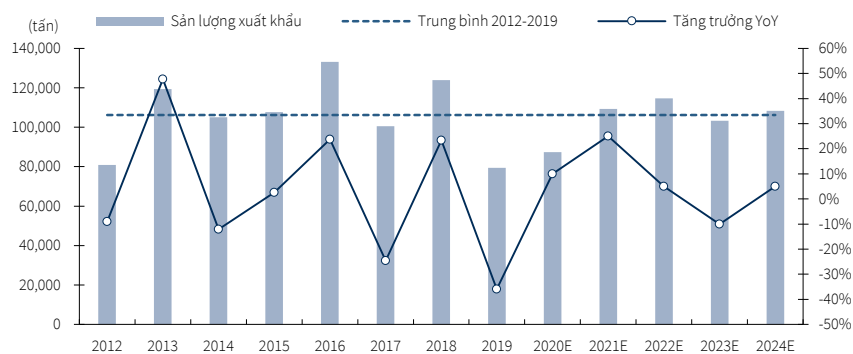
Nguồn: International Trade Centre, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

THỊ TRƯỜNG MỸ 2021E & DÀI HẠN

Phục hồi về mức trước dịch vào năm 2021E và duy trì tăng trưởng trong dài hạn khi cá tra ngày càng trở nên phổ biến hơn

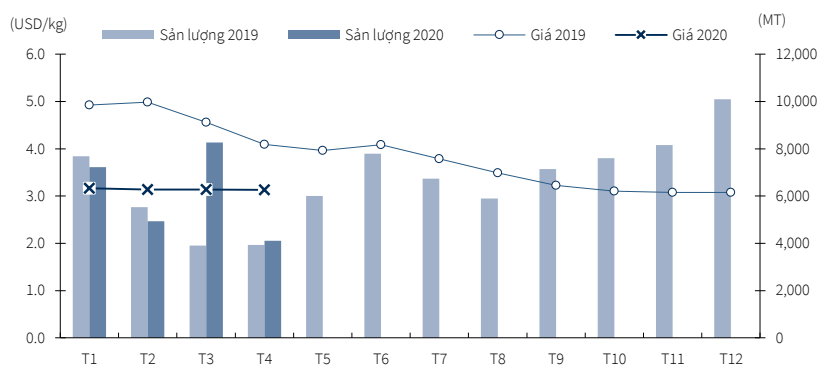
Chúng tôi kỳ vọng Mỹ sẽ tăng nhập hàng tồn kho vào năm 2021E khi phần lớn hàng tồn đọng đã giảm trong khi việc tích trữ thêm hàng tồn kho bị trì hoãn từ đầu năm nay do đại dịch. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng các dịch vụ ăn uống tại Mỹ sẽ tiếp tục hồi phục. Chúng tôi ước tính sản lượng cá tra xuất khẩu sang Mỹ có thể đạt khoảng 109,000 tấn (mức trung bình giai đoạn 2012-2019) trong năm 2021E (+25% YoY). Các doanh nghiệp cá tra lớn như Vĩnh Hoàn (VHC), Biển Đông đang hưởng thuế chống bán phá giá thấp hoặc miễn thuế và sẽ thuận lợi hơn khi xuất khẩu phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu cá tra sang Mỹ sẽ duy trì tăng trưởng trong trung và dài hạn khi cá tra ngày càng trở nên phổ biến hơn, kiểm soát an toàn thực phẩm tốt hơn và giá cạnh tranh hơn so với cá da trơn nuôi tại Mỹ.

Biểu đồ 30. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra sang Mỹ & tăng trưởng, 2012-2024E (tấn, % YoY)



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

Biểu đồ 31. Thủy sản Việt Nam – Giá & sản lượng xuất khẩu cá tra hàng tháng sang Mỹ, T1/2019-T4/2020 (tấn, USD/kg)

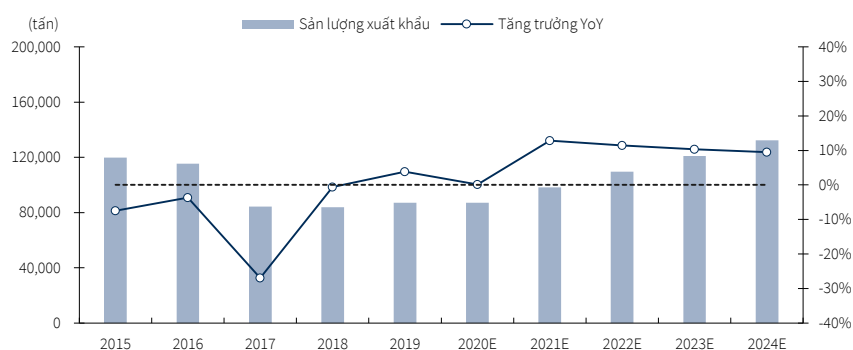


Nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Chứng khoán KB Việt Nam

THỊ TRƯỜNG EU 2021E & DÀI HẠN EVFTA mang lại cơ hội lớn để cá tra khôi phục hình ảnh bị tổn hại

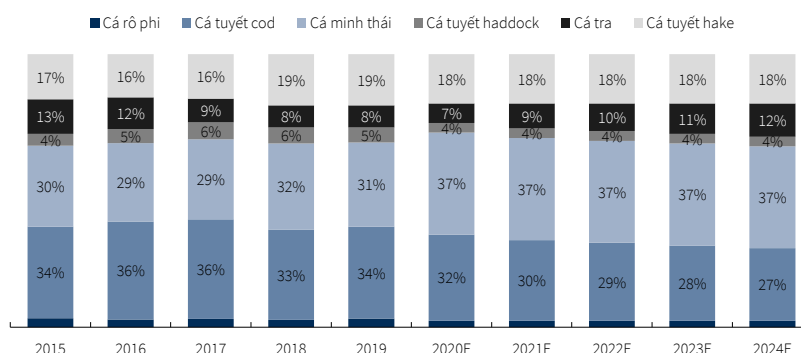
Chúng tôi tin rằng Hiệp định EVFTA mang lại cơ hội lớn để cá tra khôi phục hình ảnh bị tổn hại trong mắt người tiêu dùng EU và sẽ cải thiện xuất khẩu từ năm 2021E. Người tiêu dùng châu Âu tỏ ra e ngại khi mua cá tra do cho rằng cá kém chất lượng và được nuôi trong điều kiện không hợp vệ sinh, sử dụng các phương pháp nuôi có hại cho môi trường. EVFTA yêu cầu cá tra Việt Nam tuân thủ các tiêu chuẩn nghiêm ngặt về an toàn thực phẩm và môi trường. Chúng tôi tin rằng các yêu cầu chặt chẽ hơn từ EVFTA và nỗ lực của các doanh nghiệp cá tra Việt Nam để đạt các chứng nhận nuôi trồng quốc tế sẽ giúp cải thiện hình ảnh cá tra Việt Nam và lấy lại thị phần đã liên tục giảm từ năm 2010 đến nay. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu cá tra được hưởng lợi từ việc cắt giảm thuế nhập khẩu từ 5.5% xuống 4.1% vào năm 2020E và xóa bỏ hoàn toàn vào năm 2023E.

Biểu đồ 32. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra sang EU & tăng trưởng, 2015-2024E (tấn, % YoY)



Nguồn: Agromonitor, Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 33. Thủy sản EU – Cơ cấu sản lượng cá thịt trắng nhập khẩu, 2015-2024E (%)



Nguồn: Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

Vinh Hoàn (VHC) – 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	7,867	8,036	9,472	10,419	Tổng tài sản	6,612	7,656	8,468	9,101
Giá vốn hàng bán	6,334	6,647	7,795	8,557	Tài sản ngắn hạn	4,611	5,302	6,079	6,663
Lãi gộp	1,533	1,389	1,677	1,862	Tiền & tương đương tiền	86	233	435	461
Doanh thu tài chính	251	175	161	161	Đầu tư ngắn hạn	1,492	1,285	1,650	1,808
Chi phí tài chính	90	106	94	100	Khoản phải thu	1,516	1,942	1,981	2,179
Gồm: Chi phí lãi vay	60	54	62	64	Hàng tồn kho	1,414	1,699	1,869	2,056
Lãi/(lỗ) liên doanh	14	0	0	0	Tài sản ngắn hạn khác	103	142	145	159
Chi phí bán hàng	252	211	302	332	Tài sản dài hạn	2,001	2,354	2,388	2,438
Chi phí quản lý DN	149	156	156	157	Khoản phải thu dài hạn	6	3	3	3
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	1,308	1,090	1,287	1,434	Tài sản cố định	1,447	1,928	1,972	2,028
Thu nhập khác	12	5	0	0	BĐS đầu tư	0	0	0	0
Chi phí khác	11	12	0	0	Tài sản dở dang dài hạn	392	257	254	240
Lãi/(lỗ) khác	1	(7)	0	0	Đầu tư dài hạn	1	1	1	1
Lãi/(lỗ) trước thuế	1,309	1,084	1,287	1,434	Lợi thế thương mại	40	34	28	23
Thuế doanh nghiệp	130	119	154	172	Tài sản dài hạn khác	114	130	129	142
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,179	965	1,133	1,262	Nợ phải trả	1,735	2,175	2,397	2,402
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	1,716	2,145	2,364	2,365
Lợi nhuận sau CĐTS	1,179	965	1,133	1,262	Phải trả người bán	440	462	521	573
					KH trả tiền trước	20	28	25	27
					Vay ngắn hạn	866	1,233	1,333	1,233
					Khoản dự trữ đặc biệt	33	20	20	20
					Nợ ngắn hạn khác	357	402	465	512
					Nợ dài hạn	19	30	33	36
					Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
					Vay dài hạn	0	0	0	0
					Nợ dài hạn khác	19	30	33	36
					Vốn chủ sở hữu	4,877	5,480	6,070	6,699
					Vốn góp	1,834	1,834	1,834	1,834
					Thặng dư vốn cổ phần	224	224	224	224
					Cổ phiếu quỹ	(114)	(114)	(114)	(114)
					Lãi chưa phân phối	2,932	3,535	4,125	4,754
					Vốn và quỹ khác	0	0	0	0
					Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	2
					Tổng nợ & vốn	6,612	7,656	8,468	9,101
					Chỉ số chính				
					(x, %, VND)				
					Chỉ số định giá				
					P/E	5.7	7.0	5.9	5.3
					P/E pha loãng	5.6	6.9	5.8	5.2
					P/B	1.4	1.2	1.1	1.0
					P/S	0.9	0.8	0.7	0.6
					EV/EBITDA	5.2	5.5	4.6	4.2
					EV/EBIT	5.9	6.6	5.5	4.9
					Tỷ suất cổ tức (%)	2.8	5.5	8.2	9.6
					Lãi cơ bản/cp (EPS)	6,430	5,262	6,176	6,880
					Giá trị số sách/cp (BVPS)	26,597	29,886	33,103	36,531
					Doanh thu/cp (SPS)	42,901	43,823	51,651	56,817
					Cổ tức/cp (DPS)	1,023	2,000	3,000	3,500
					Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	15.7	37.5	47.9	50.2
					Chỉ số khả năng sinh lời				
					ROE	26.5	18.6	19.6	19.8
					ROA	18.3	13.5	14.0	14.4
					ROIC	23.1	18.0	19.6	20.2
					Cấu trúc tài chính				
					Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	35.6	39.7	39.5	35.9
					Vay ròng/Vốn CSH	16.0	18.2	14.8	11.5
					TS thanh toán hiện thời	2.7	2.5	2.6	2.8
					TS khả năng trả lãi vay	19.0	19.0	19.8	21.3
					Chỉ số hoạt động				
					Hệ số vòng quay tài sản	1.2	1.1	1.2	1.2
					Hệ số vòng quay phải thu	4.5	4.6	4.8	5.0
					Hệ số vòng quay HTK	5.6	5.2	5.3	5.3
					Hệ số vòng quay phải trả	15.6	16.9	18.3	18.2

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

Phụ lục

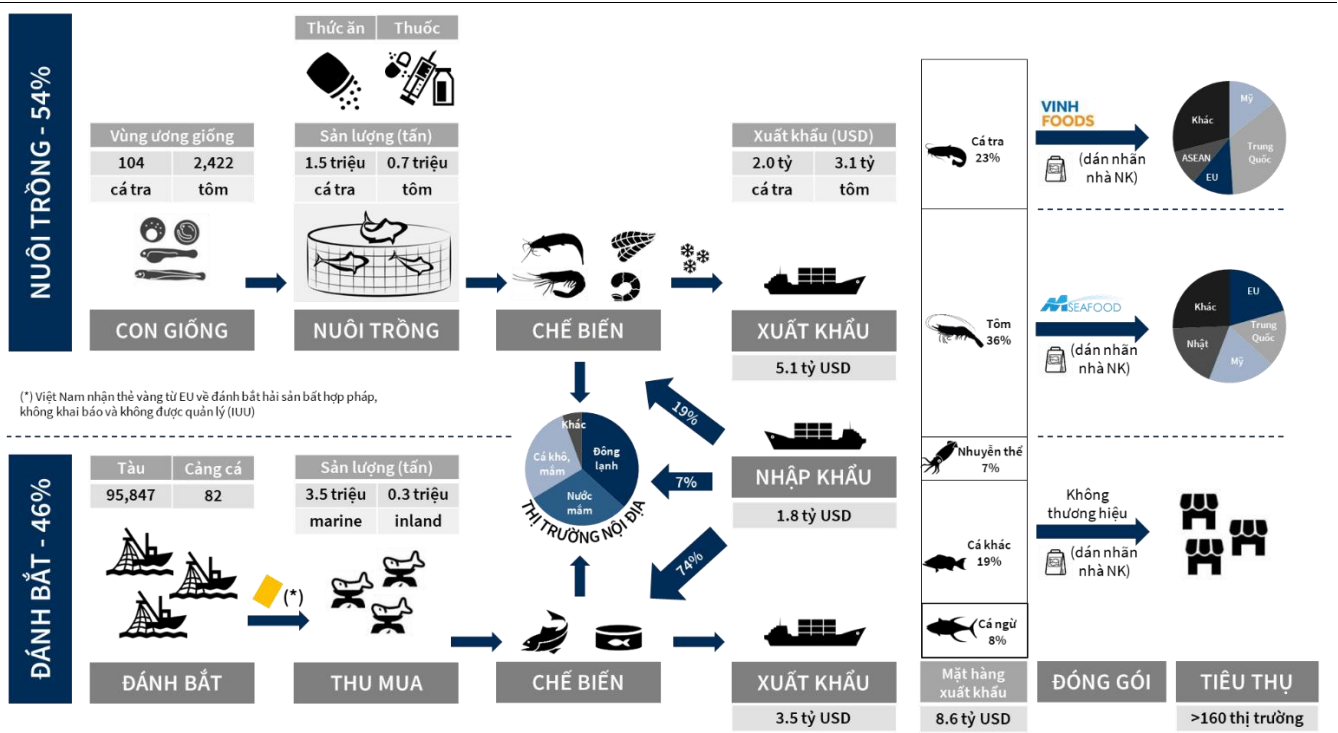
Thủy sản Việt Nam giai đoạn sắp tới đang có những thay đổi về bản chất

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 34. Thủy sản Việt Nam – Tổng quan ngành, 2019

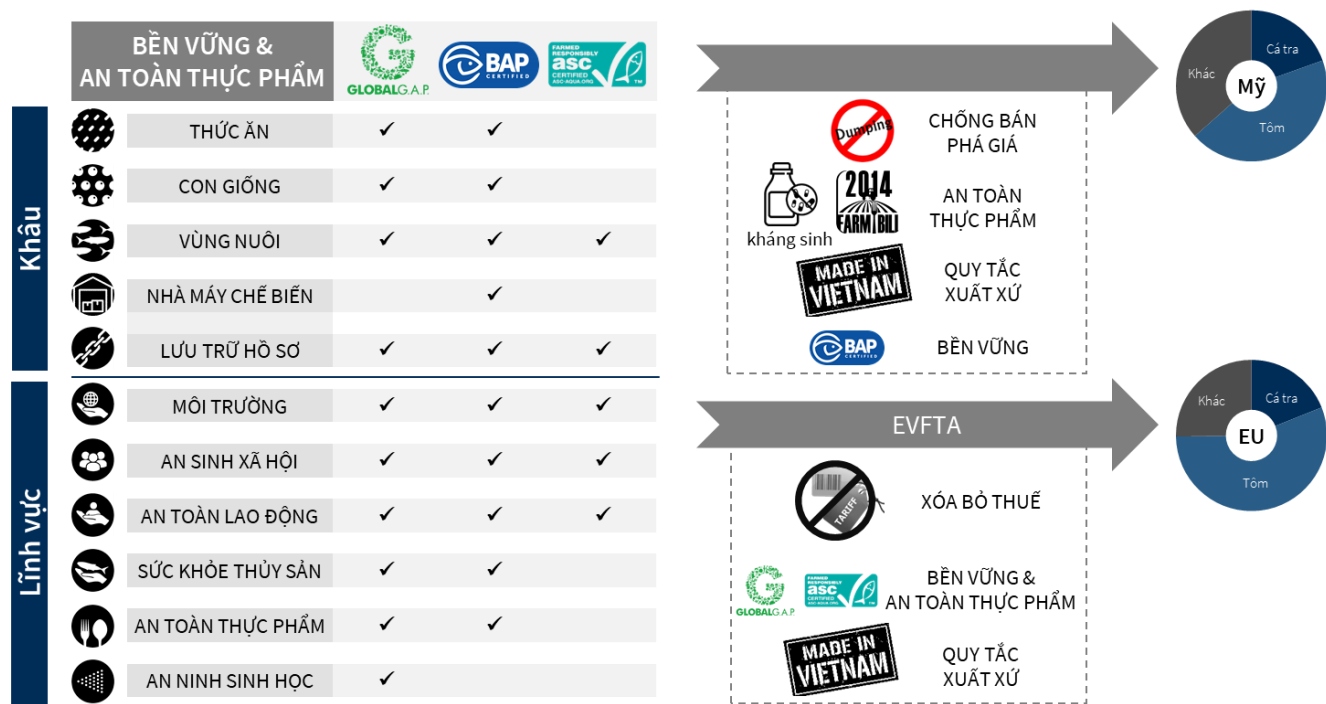


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn, Hải quan Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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 35. Thủy sản Việt Nam – Chứng nhận chất lượng quốc tế, 2019

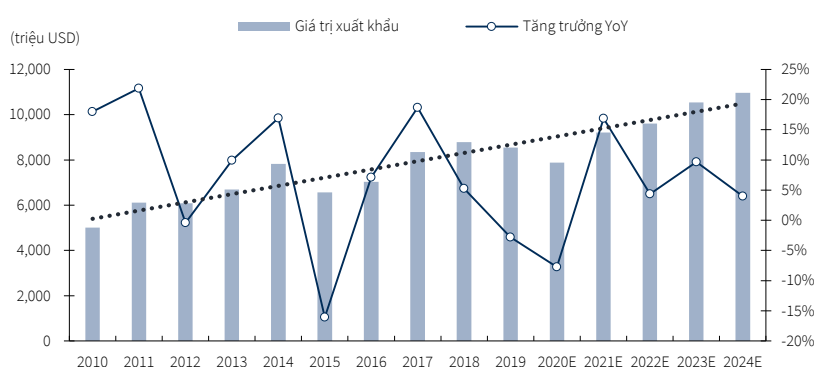


Nguồn: Global Good Agricultural Practices (GlobalG.A.P.), Aquaculture Stewardship Council (ASC), Best Aquaculture Practices (BAP), Chứng khoán KB Việt Nam

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

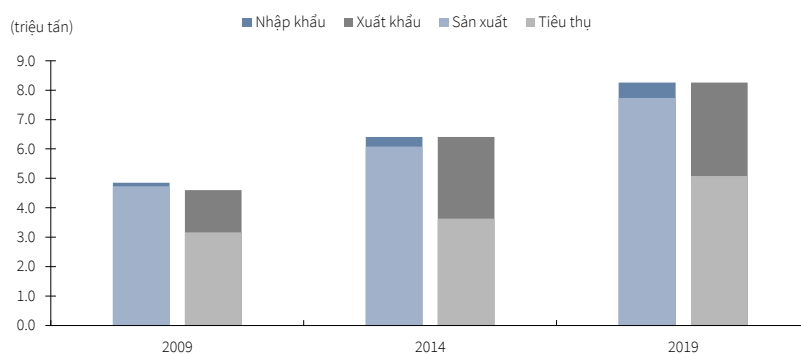
Chúng tôi ước tính xuất khẩu thủy sản Việt Nam giảm 7.7% YoY trong năm 2020E xuống còn 7.9 tỷ USD do ảnh hưởng của đại dịch COVID-19. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu thủy sản Việt Nam sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân 5.1% trong giai đoạn dự phóng 2020E-2024E. Trong giai đoạn 2012-2019, xuất khẩu 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 36. 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 37. Thủy sản Việt Nam – Cán cân thủy sản theo sản lượng, 2009-2019 (triệu tấn)

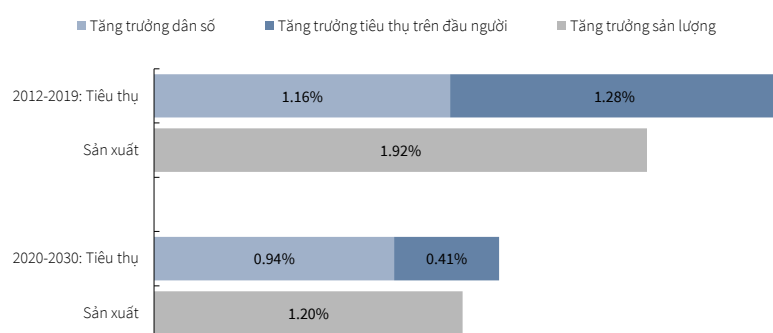


Ghi chú: OECD = Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế; FAO = Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên hiệp quốc.
 Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

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

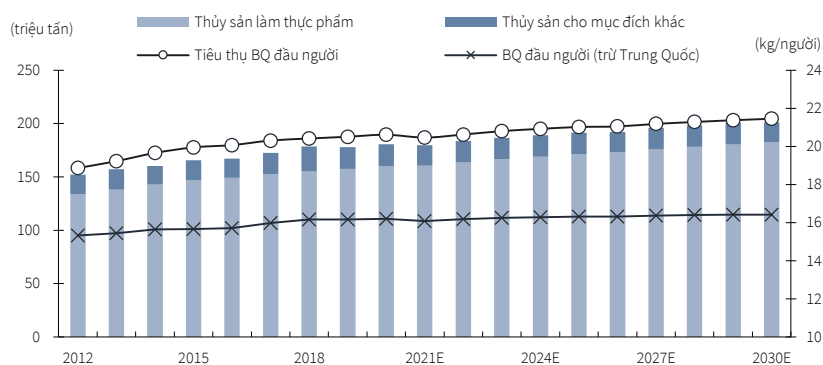
Tăng trưởng dân số sẽ là động lực chính thúc đẩy tiêu thụ thủy sản toàn cầu. FAO (Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên hiệp quốc) ước tính tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người toàn cầu sẽ tăng 0.41% mỗi năm từ mức 20.6 kg/năm năm 2020E lên mức 21.4 kg/năm vào năm 2030E, giảm mạnh so với mức tăng trưởng 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 38. 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 39. 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)

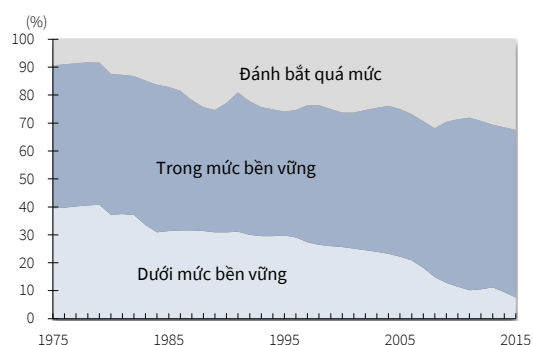


Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

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

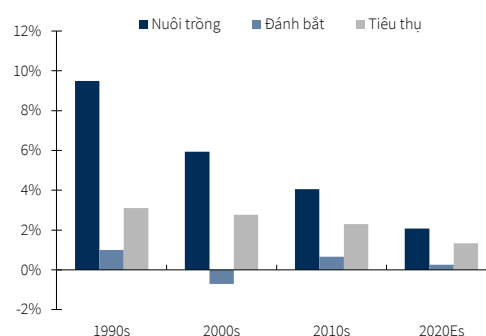
Tiêu thụ thủy sản toàn cầu bị kiềm hãm bởi sản lượng sản xuất do hoạt động đánh bắt hầu như không tăng, trong khi hoạt động nuôi trồng cũng bị chững lại. Hoạt động đánh bắt thủy sản chạm giới hạn về mặt tự nhiên từ cuối những năm 1980 khi các vùng đánh bắt mới không đủ bù đắp cho các ngư trường bị cạn 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 40. Thủy sản thế giới – Cơ cấu trữ lượng hải sản phân theo mức độ bền vững, 1975-2015 (%)



Nguồn: FAO 2018

Biểu đồ 41. Thủy sản thế giới – Tốc độ tăng trưởng hàng năm của tiêu thụ thủy sản & sản lượng, 1980s-2020Es (%)

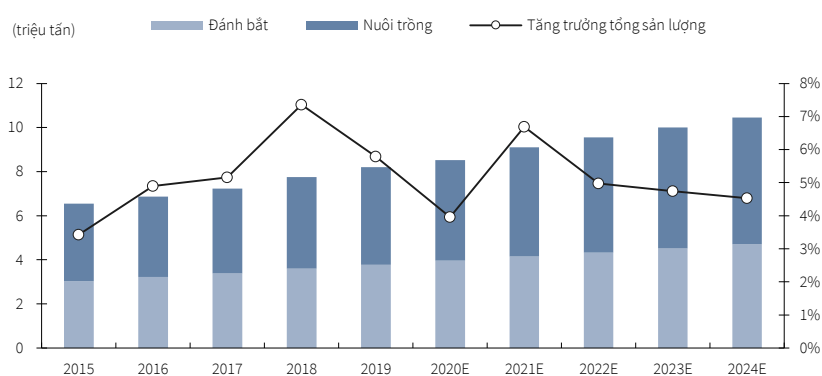


Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

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

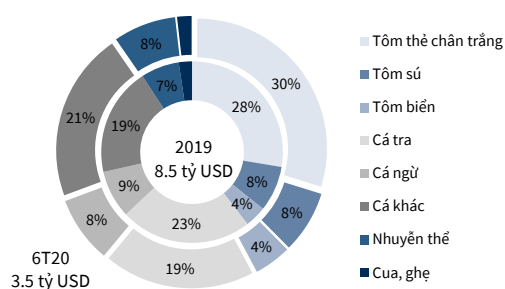
Chúng tôi kỳ vọng thủy sản đánh bắt và nuôi trồng sẽ đồng thời thúc đẩy xuất khẩu thủy sản Việt Nam trong giai đoạn dự phóng 2020E-2024E (mặc dù sản lượng đánh bắt có thể tăng chậm lại). Các ngư trường dồi dào ở Biển Đông đã giúp hoạt động đánh bắt thủy sản của Việt Nam duy trì mức tăng trưởng dương 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 42. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng thủy sản đánh bắt, nuôi trồng & tăng trưởng, 2015-2024E (triệu tấn, % YoY)



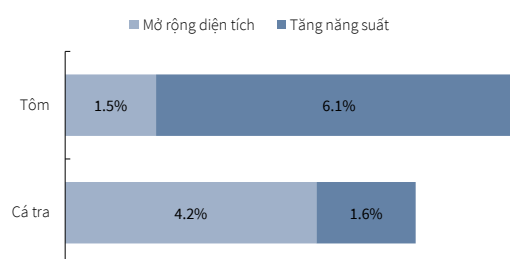
Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 43. 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 44. 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

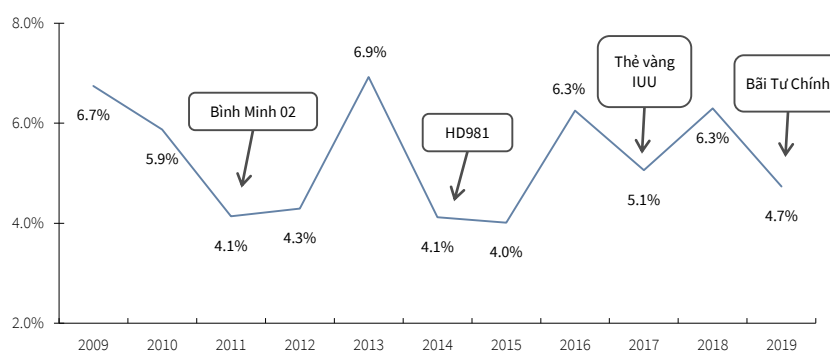
Biểu đồ 45. Thủy sản Việt Nam – Tốc độ tăng trưởng sản lượng thủy sản đánh bắt, 2009-2019 (% YoY)

-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

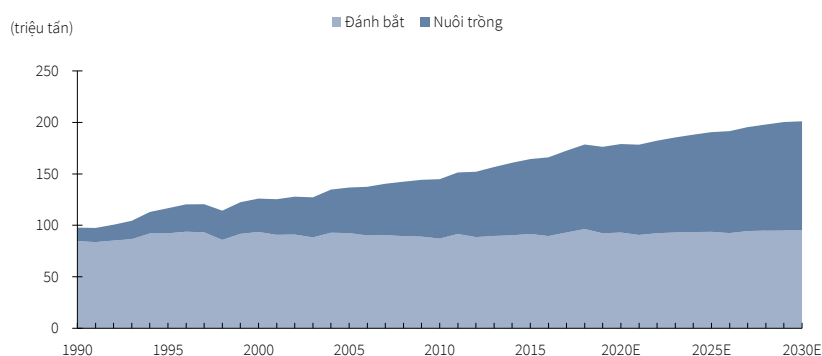


Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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

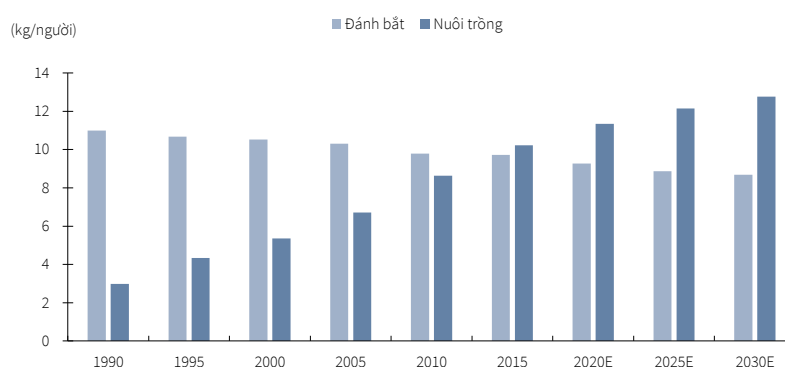
Khả năng cạnh tranh của thủy sản Việt Nam trên thị trường toàn cầu trong trung và dài hạn sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng đáp ứng nhu cầu tiêu thụ thủy sản ngày càng tăng (do dân số thế giới tăng) cũng như thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng khi yêu cầu ngày càng cao hơn về an toàn thực phẩm và bền 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 46. Thủy sản thế giới – Sản lượng thủy sản đánh bắt & nuôi trồng, 1990-2030E (triệu tấn)



Nguồn: OECD-FAO 2020

Biểu đồ 47. Thủy sản thế giới – Tiêu thụ thủy sản đánh bắt & nuôi trồng bình quân đầu người, 1990-2030E (kg/người)

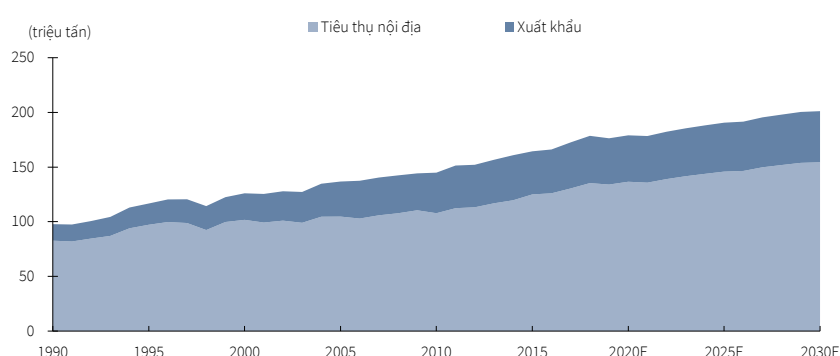


Nguồn: OECD-FAO 2020

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

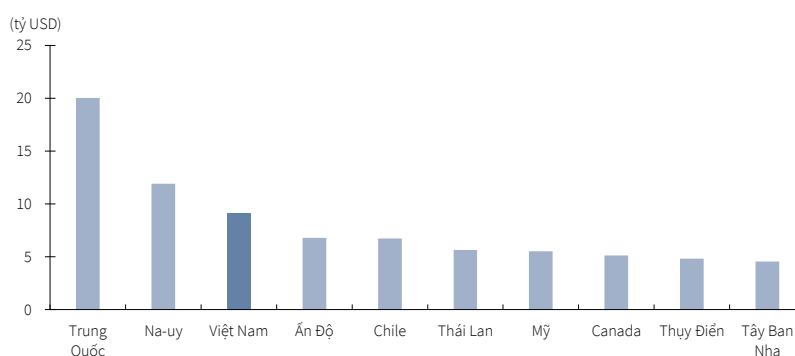


Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

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 49. 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

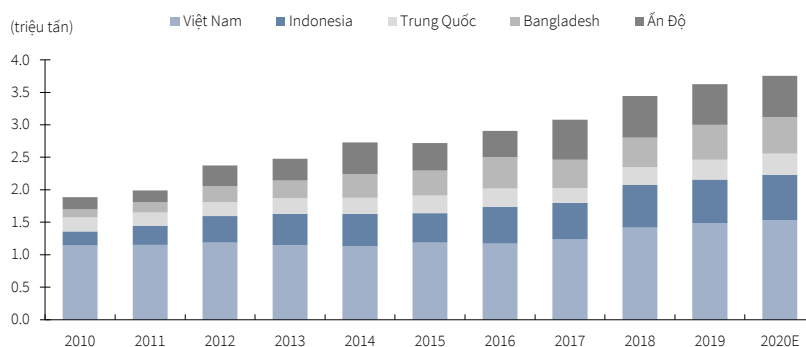
Vị thế độc quyền của Việt Nam trên thị trường cá tra thế giới

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).

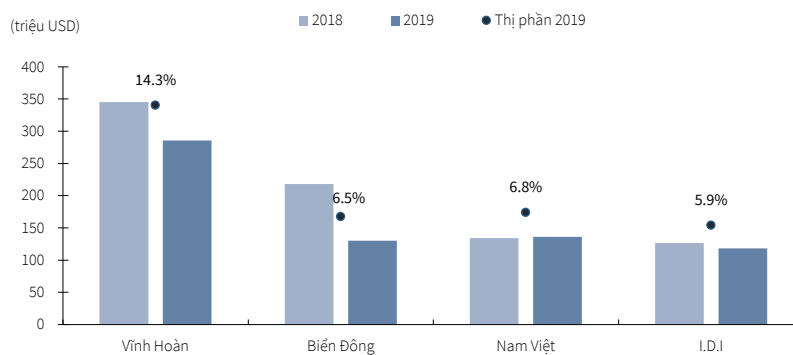
Bảng 3. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu của 3 doanh nghiệp cá tra lớn nhất Việt Nam, 2010-2019 (triệu USD)

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 50. 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)

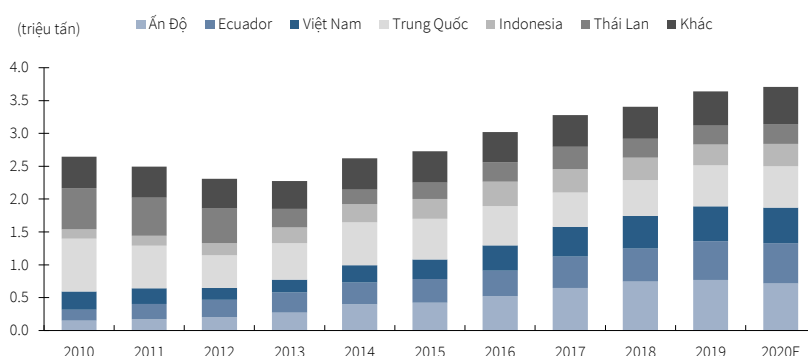
Biểu đồ 51. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu & thị phần của các doanh nghiệp cá tra lớn, 2018-2019 (triệu USD, %)

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

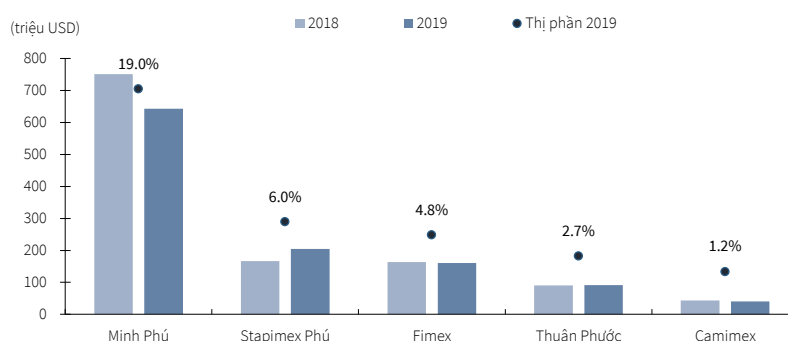
Thị phần ngành tôm Việt Nam khá tập trung, với MPC chiếm 19% thị phần và các doanh nghiệp tôm lớn khác có thị phần dưới 6%, bao gồm Stapimex (OTC), Fimex (FMC:HOSE), Thuận Phước (THP:UPCoM) và Camimex (CMX:HOSE). Chúng tôi kỳ vọng MPC sẽ tiếp tục giữ vai trò là nhà xuất khẩu tôm hàng đầu của Việt Nam 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 52. 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 53. 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

anhdt@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.