

Thủy sản Việt Nam

Sự đảo chiều chờ đợi đã lâu

Triển vọng ngành tích cực dựa trên kỳ vọng về sự đảo chiều

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu đối với ngành Thủy sản Việt Nam với triển vọng Tích cực dựa trên kỳ vọng về sự đảo chiều toàn ngành từ Q4. Xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đã liên tục giảm kể từ năm 2019 nhưng chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu cá tra và tôm đang chuẩn bị tăng trở lại trong giai đoạn sắp tới. Hơn nữa, các khoản đầu tư nâng cấp vùng nuôi hiện tại không chỉ cho phép các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế khắt khe hơn về quy tắc xuất xứ, an toàn thực phẩm và bền vững môi trường mà còn tăng khả năng cạnh tranh và cải thiện tính chu kỳ của xuất khẩu thủy sản trong thời gian tới.

Xuất khẩu cá tra kỳ vọng tăng trưởng dương từ Q4

Xuất khẩu cá tra liên tục giảm khiến thị trường e ngại về ngành này nhưng chúng tôi tin rằng xuất khẩu sẽ tăng trưởng dương trở lại trong Q4. Nửa đầu năm 2020, xuất khẩu cá tra giảm 32% YoY do sản lượng xuất khẩu giảm 11% YoY và giá giảm 23% YoY. Nhưng chúng tôi nhận thấy sản lượng xuất khẩu đang có dấu hiệu phục hồi và giá bán ổn định đủ để đưa giá trị xuất khẩu cá tra tăng trưởng dương vào Q4. Chúng tôi ra báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA đối với hai doanh nghiệp cá tra hàng đầu Việt Nam là Vĩnh Hoàn (VHC, lựa chọn hàng đầu) và Nam Việt (ANV).

Xuất khẩu tôm tiếp tục đà tăng trưởng trong Q4 và 2021E nhờ nhiều sự kiện tốt

Xuất khẩu tôm duy trì mức tăng trưởng dương 5.7% YoY trong 6 tháng đầu năm bất chấp đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ tiếp tục trong Q4 nhờ tăng thị phần tại thị trường Trung Quốc khi các đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam tiếp tục bị gián đoạn nguồn cung do đại dịch, và tăng xuất khẩu sang EU khi Hiệp định EVFTA bắt đầu có hiệu lực từ tháng 8. Chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng sẽ còn kéo dài sang năm 2021E khi Việt Nam tiếp tục giành thị phần tại thị trường Mỹ từ đối thủ Trung Quốc giữa cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung, và Olympic Tokyo vào giữa năm 2021E sẽ thúc đẩy tiêu thụ tôm tại Nhật Bản. Chúng tôi ra báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA đối với doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam là Minh Phú (MPC) khi được hưởng lợi nhiều nhất từ đà tăng xuất khẩu tôm.

Rủi ro: làn sóng đại dịch thứ 2; thuế chống bán phá giá; dịch bệnh trên thủy sản

Làn sóng đại dịch thứ 2 tại các thị trường xuất khẩu có thể trì hoãn sự đảo chiều sang Q1 năm sau nhưng trễ nhất là Q2. Vấn đề thuế chống bán phá giá cũng là một rủi ro lớn đối với các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam. Ngoài ra, thủy sản nuôi trồng thâm canh luôn tiềm ẩn nguy cơ dịch bệnh.

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

Giám đốc Phân tích Khách hàng Quốc tế
Harrison Kim
harrison.kim@kbsec.com.vn

12/08/2020

Tích cực lần đầu

Khuyến nghị	
CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)	MUA
Giá hiện tại	36,600 VND
Giá mục tiêu	47,100 VND
CTCP Nam Việt (ANV)	MUA
Giá hiện tại	16,550 VND
Giá mục tiêu	21,700 VND
Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC)	MUA
Giá hiện tại	26,500 VND
Giá mục tiêu	31,700 VND

Nội dung	I. Tóm tắt	3
	II. Biểu đồ quan trọng	4
	III. Định giá & Khuyến nghị	5
	IV. Cá tra kỳ vọng sẽ đảo chiều từ quý 4	13
	V. Tóm tiếp tục đà tăng trưởng trong năm 2021E	27
	VI. Chu kỳ tiếp theo sẽ bền vững hơn	35
	Công ty	47
	CTCP Vĩnh Hoàn (VHC, MUA)	49
	CTCP Nam Việt (ANV, MUA)	55
	Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC, MUA)	61

I. Tóm tắt

Kỳ vọng ngành sẽ được cải thiện đáng kể về chất lượng và tính bền vững trong giai đoạn sắp tới

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu với quan điểm TÍCH CỰC về ngành thủy sản Việt Nam dựa trên kỳ vọng về các yếu tố tích cực có khả năng xảy ra trong Quý 4 và hỗ trợ giá cổ phiếu của các doanh nghiệp cá tra và tôm. Các yếu tố này bao gồm: 1) xuất khẩu cá tra đảo chiều tăng trưởng dương; và 2) xuất khẩu tôm tiếp tục đà tăng trưởng khi nhu cầu ở các thị trường xuất khẩu hồi phục và các đối thủ cạnh tranh tiếp tục gặp khó khăn do đại dịch. Ngoài ra, các khoản đầu tư nâng cấp vùng nuôi hiện tại không chỉ cho phép các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế khắt khe hơn về quy tắc xuất xứ, an toàn thực phẩm và bền vững môi trường mà còn tăng khả năng cạnh tranh và cải thiện tính chu kỳ của xuất khẩu thủy sản trong giai đoạn sắp tới.

Tiếp tục đà hồi phục trong năm 2021E

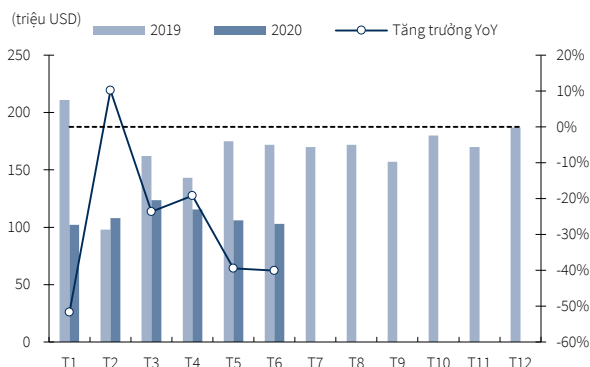
Chúng tôi kỳ vọng những chuyển biến tích cực cuối năm 2020E sẽ còn tiếp tục trong năm 2021E ở tất cả các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam: 1) tại Trung Quốc tiêu thụ cá tra sẽ quay lại xu hướng tăng trưởng tốt như lúc trước đại dịch khi nhu cầu từ nhà hàng phục hồi, và tiêu thụ tôm sẽ tiếp tục tăng trong năm 2021E khi các đối thủ cạnh tranh vẫn còn bị gián đoạn nguồn cung; 2) tại Mỹ nhu cầu cá tra phục hồi khi dịch vụ ăn uống mở cửa lại và các nhà bán sỉ quay lại tăng tích trữ hàng tồn kho, còn tôm Việt Nam sẽ tiếp tục giành thị phần từ Trung Quốc nhờ cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung; và 3) tại EU cá tra và tôm Việt Nam cải thiện khả năng cạnh tranh về giá nhờ được miễn giảm thuế nhập khẩu khi Hiệp định EVFTA có hiệu lực vào tháng 8. Xuất khẩu tôm cũng sẽ được hưởng lợi tại thị trường Nhật Bản khi Olympic Tokyo được tổ chức vào giữa năm 2021E dự kiến sẽ làm tăng nhu cầu tiêu thụ tôm.

Nuôi trồng thủy sản hỗ trợ xuất khẩu và tăng khả năng cạnh tranh của thủy sản Việt Nam 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 đóng vai trò cốt lõi để giải quyết những thách thức trên (hoạt động đánh bắt thủy sản khó làm được), dựa vào khả năng tăng nhanh sản lượng nhờ cải thiện năng suất nuôi tôm và mở rộng diện tích nuôi cá tra, cũng như khả năng kiểm soát tốt toàn bộ chuỗi sản xuất để đảm bảo tính bền vững và nguồn gốc thủy sản.

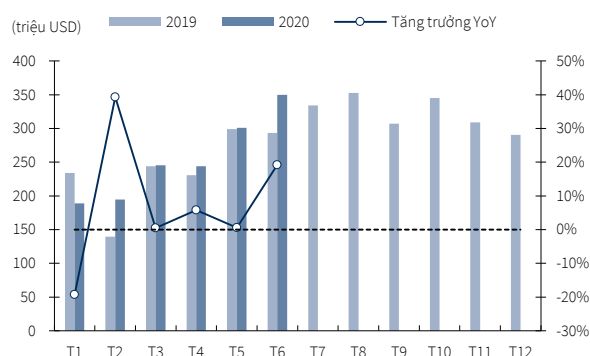
II. Biểu đồ quan trọng

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



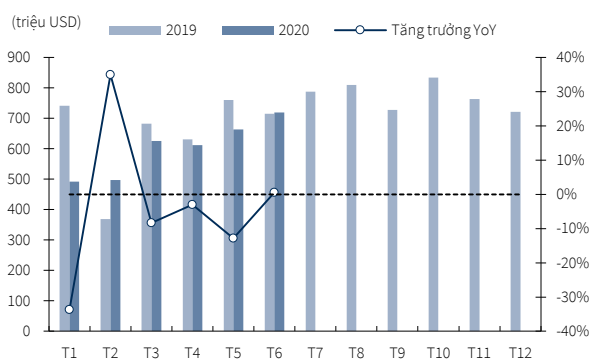
Nguồn: Hải quan Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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



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

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



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

- Xuất khẩu cá tra giảm từ tháng 3/2019 sau khi đạt đỉnh điểm vào năm 2018

- Nhưng chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu cá tra sẽ tăng trưởng dương trong Q4 nhờ sản lượng phục hồi và giá ổn định

- Xuất khẩu tôm tăng trưởng dương 5.7% trong nửa đầu năm 2020 bất chấp đại dịch ở các thị trường xuất khẩu

- Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ tiếp tục tăng trưởng trong Q4 và 2021E nhờ tăng thị phần tại Trung Quốc, EU, Mỹ và tăng tiêu thụ tại Nhật vào giữa năm 2021E.

- Xuất khẩu thủy sản Việt Nam đi ngang trong tháng 6 và rất có thể sẽ tăng trưởng dương trong những tháng tiếp theo nhờ các thị trường xuất khẩu khôi phục về mức trước dịch, kết thúc chuỗi ngày ảm đạm

III. Định giá & Khuyến nghị

Triển vọng ngành: TÍCH CỰC

VHC: MUA, giá MT 47,100 VND

ANV: MUA, giá MT 21,700 VND

MPC: MUA, giá MT 31,700 VND

Chúng tôi có quan điểm TÍCH CỰC đối với ngành thủy sản Việt Nam và ra báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA đối với hai doanh nghiệp cá tra hàng đầu Việt Nam là Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC, MUA, giá mục tiêu 47,100 VND và là lựa chọn hàng đầu) và Công ty Cổ phần Nam Việt (ANV, MUA, giá mục tiêu 21,700 VND). Chúng tôi cũng ra báo cáo lần đầu đối với doanh nghiệp tôm hàng đầu Việt Nam là Công ty Cổ phần Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC, MUA, giá mục tiêu 31,700 VND) khi được hưởng lợi nhất từ đà tăng xuất khẩu tôm.

Bảng 1. Thủy sản Việt Nam – Cổ phiếu KBSV theo dõi, khuyến nghị & giá mục tiêu (VND, %)

Công ty	Mã	Giá hiện tại (VND)	Khuyến nghị	Phương pháp định giá	Giá mục tiêu (VND)	Cổ tức (VND)	Mức sinh lời (%)
Cá tra							
Vĩnh Hoàn	VHC	36,600	MUA	DCF	47,100	2,000	34.2%
Nam Việt	ANV	16,550	MUA	DCF	21,700	2,000	43.2%
Tôm							
Minh Phú	MPC	26,500	MUA	DCF	31,700	1,500	25.3%

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

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.

Dự phóng lợi nhuận 2020E theo quý

Lợi nhuận quý 2 sụt giảm mạnh phần lớn do ảnh hưởng của đại dịch ở các thị trường xuất khẩu. Triển vọng 6 tháng cuối năm sẽ hứa hẹn hơn khi nhu cầu tại các thị trường lớn có dấu hiệu phục hồi (đặc biệt là từ mảng dịch vụ ăn uống ở Trung Quốc và việc tăng trữ hàng tồn kho tại Mỹ). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận các công ty thủy sản sẽ dần phục hồi trong quý 3 và quý 4 (mặc dù mức độ phục hồi sẽ còn phụ thuộc vào từng công ty).

Bảng 2. Thủy sản Việt Nam – KBSV dự phóng lợi nhuận sau thuế theo quý, Q1/2019-Q4/2020E (tỷ VND, %)

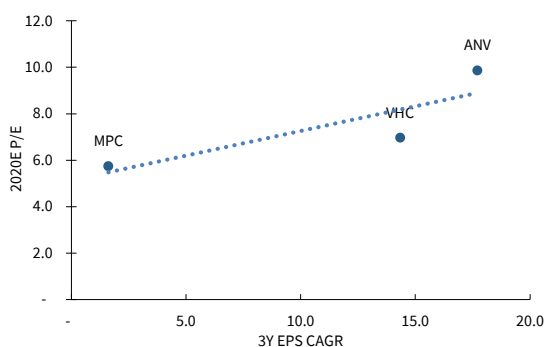
Công ty	2019A				% QoQ				2020E				% QoQ			
	1QA	2QA	3QA	4QA	1QA	2QA	3QA	4QA	1QA	2QA	3QE	4QE	1QA	2QA	3QE	4QE
Cá tra																
VHC	307	420	254	198	-24	37	-40	-22	152	215	273	324	-23	42	27	19
ANV	200	153	153	198	-32	-24	0	29	43	32	64	75	-78	-26	99	17
Tôm																
MPC	87	70	231	54	-15	-19	229	-77	58	179	362	326	8	210	103	-10

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

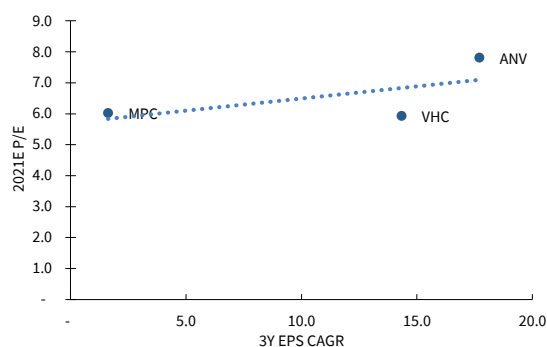
Bảng 3. Thủy sản Việt Nam – Định giá

Công ty	Giá	Vốn	KLGD												
	hiện tại	hóa	TB 3Thg	PE (x)			PB (x)			Tỷ suất cổ tức (%)			ROE (%)		
	(VND)	(tr.USD)	(tr.USD)	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Cá tra															
VHC	36,600	288.4	1.0	7.0	5.9	5.3	1.2	1.1	1.0	5.5	8.2	9.6	18.6	19.6	19.8
ANV	16,550	90.7	0.2	9.9	7.8	7.1	0.9	0.9	0.9	12.1	9.1	10.3	9.1	11.5	12.2
Tôm															
MPC	26,500	227.8	0.1	5.7	6.0	5.6	0.9	0.9	0.9	7.6	11.3	12.1	17.4	15.3	15.8

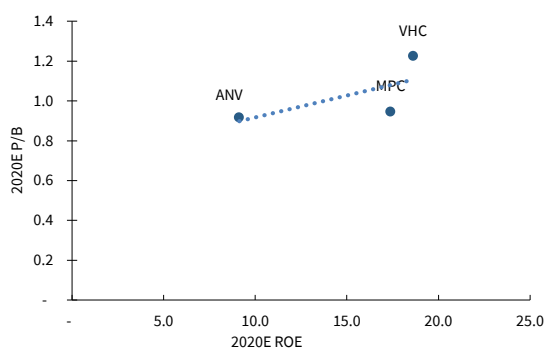
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 1. Thủy sản Việt Nam – P/E 2020E và tăng trưởng EPS bình quân 3 năm (x)

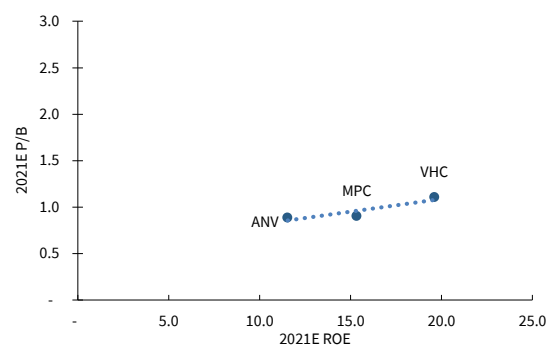
Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 2. Thủy sản Việt Nam – P/E 2021E và tăng trưởng EPS bình quân 3 năm (x)

Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 3. Thủy sản Việt Nam – P/B 2020E và ROE 2020E (x, %)

Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 4. Thủy sản Việt Nam – P/B 2021E và ROE 2021E (x, %)

Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán KB Việt Nam

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC):

Lựa chọn hàng đầu của ngành do có lợi nhất khi cá tra đảo 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).

Bảng 4. 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
Giả 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
Phân bù vốn vay	d	4.00%	Chênh lệch của trái phiếu hạng đầu tư
Phân 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			
Hiện giá Dòng tiền tương lai (Tỷ VND)		71.9%	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		2,709	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		6,936	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		9,644	
Tổng suất sinh lời			
Giá mục tiêu (VND)		34.2%	
Cổ tức/cp (VND)		47,100	
		2,000	

Nguồn: Chứng khoán KB Việt Nam

CTCP Nam Việt (ANV):

Tăng sản lượng lên hơn gấp đôi để chuẩn bị mở rộng thị trường toàn cầu

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu ANV với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 21,700 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 kỳ vọng ANV sẽ hưởng lợi khi xuất khẩu cá tra tăng trưởng dương trở lại trong Q4 cùng với việc ANV tăng sản lượng cá tra hơn gấp đôi để chuẩn bị mở rộng thị trường toàn cầu.

Q2 giảm mạnh do đại dịch và biên lợi nhuận gộp giảm; nửa cuối năm phục hồi nhờ thị trường Trung Quốc và vùng nuôi Bình Phú

Lợi nhuận sơ bộ Q2 giảm 79% so với cùng kỳ năm trước xuống 32 tỷ VND với doanh thu 884 tỷ VND (giảm 17% YoY) do: 1) doanh thu xuất khẩu giảm mạnh do đại dịch (giảm 52% YoY); 2) chuyển sang thị trường nội địa (tăng 114% YoY) với biên lãi gộp thấp hơn; và 3) biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 21% năm 2019 xuống còn 10% do giá xuất khẩu giảm mạnh toàn ngành trong khi ANV tự chủ nguyên liệu 100% khiến giá thành không thay đổi nhiều. Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ dần phục hồi, Q3 tăng 99% so với quý trước và Q4 tăng 17% QoQ (nhưng Q3 vẫn giảm 58% so cùng kỳ năm trước và Q4 giảm 62% YoY) do: 1) giảm tỷ trọng doanh thu từ thị trường nội địa; 2) giá xuất khẩu phục hồi về mức trước đại dịch; 3) gia tăng sản lượng từ vùng nuôi Bình Phú; và 4) xuất khẩu sang Trung Quốc tăng trở lại trong Q4 khi nước này nới lỏng các đợt kiểm tra liên quan đến đại dịch.

Ước tính tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân 13.3%/năm giai đoạn 2021E-2025E

Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân 13.3%/năm giai đoạn 2021E-2025E và kỳ vọng lợi nhuận 2021E sẽ tăng 26% YoY do biên lãi gộp cao hơn nhờ vùng nuôi Bình Phú. Chúng tôi giả định: 1) vùng nuôi Bình Phú hoàn thiện vào năm 2021E, đặc biệt là trại ương cá giống; và 2) sản lượng cá tra tăng thêm sẽ đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường Trung Quốc, EU, ASEAN và Mỹ Latinh. Chúng tôi chưa phản ánh sản lượng tối đa từ vùng nuôi Bình Phú do không chắc chắn khi nào ANV sẽ quay lại thị trường Mỹ và do sản lượng tối đa vượt quá công suất chế biến hiện tại của ANV (cần mở rộng công suất).

Bảng 5. Nam Việt (ANV) – Định giá (DCF) & giá mục tiêu (VND, %)

Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
WACC	W	9.63%	$(E/(E+D) * k_E) + ((D/(E+D)) * k_D * (1-t))$
Chi phí vốn CSH	k_E	13.30%	$r_f + (\beta_E * m)$
Beta có đòn bẩy	β_E	1.154	$\beta_A(1+((1-t)*D/E))$
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
Giả định			
Đòn bẩy mục tiêu	D/E	50.00%	Tỷ lệ vốn vay/VCSH dài hạn
Thuế TNDN	t	15.00%	Thuế TNDN cận biên
Phân bù vốn vay	d	4.00%	Chênh lệch của trái phiếu hạng đầu tư
Phân 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			
		54.9%	
Hiện giá Dòng tiền tương lai (Tỷ VND)		1,632	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		1,986	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		3,618	
Tổng suất sinh lời			
		43.2%	
Giá mục tiêu (VND)		21,700	
Cổ tức/cp (VND)		1,998	

Nguồn: Chứng khoán KB Việt Nam

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

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

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

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.

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.

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.

Bảng 6. Minh Phú (MPC) – Định giá (DCF) & giá mục tiêu (VND, %)

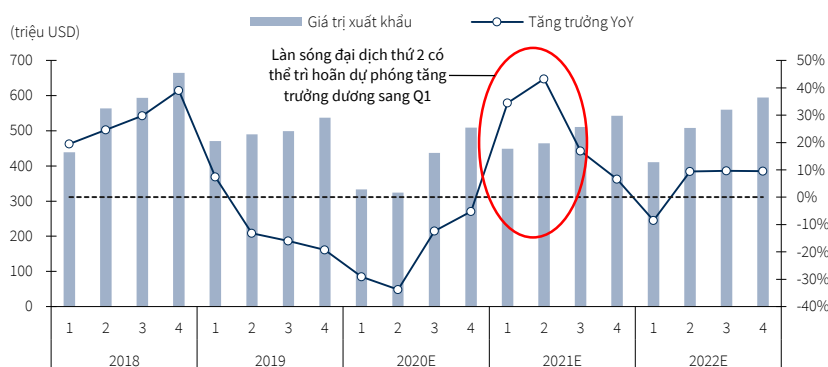
Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
WACC	W	9.89%	$(E/(E+D) * k_E) + ((D/(E+D)) * k_D * (1-t))$
Chi phí vốn CSH	k_E	13.49%	$r_f + (\beta_E * m)$
Beta có đòn bẩy	β_E	1.175	$\beta_A(1+((1-t)*D/E))$
Beta tài sản	β_A	0.810	Beta tài sản của ngành (BQ gia quyền)
Chi phí vốn vay	k_D	7.00%	$r_f + (\beta_D * m)$
Beta vốn vay	β_D	0.448	d / m
Giả 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
Phân bù vốn vay	d	4.00%	Chênh lệch của trái phiếu hạng đầu tư
Phân 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			
Hiện giá Dòng tiền tương lai (Tỷ VND)		77.0%	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		1,963	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		6,581	
		8,544	
Tổng suất sinh lời			
Giá mục tiêu (VND)		25.3%	
Cổ tức/cp (VND)		31,700	
		1,500	

Nguồn: Chứng khoán KB Việt Nam

RỦI RO LÀN SÓNG ĐẠI DỊCH THỨ 2:
Làn sóng đại dịch thứ 2 tại các thị trường xuất khẩu có thể trì hoãn sự đảo chiều sang Q1 2021E

Rủi ro xuất hiện làn sóng đại dịch thứ 2 tại các thị trường xuất khẩu chính trong nửa cuối năm có thể sẽ trì hoãn sự đảo chiều sang Q1 2021E. Xuất khẩu cá tra vẫn chỉ mới có dấu hiệu khởi sắc ở các thị trường và chúng tôi kỳ vọng cá tra sẽ duy trì đà hồi phục. Nếu làn sóng thứ 2 diễn ra trong Q3 hoặc Q4 thì có thể phải đến Q1 năm sau xuất khẩu cá tra mới có thể tăng trưởng dương nhưng trễ nhất là Q2, do Q1/Q2 năm nay đã quá thấp.

Biểu đồ 5. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu cá tra (giả định có làn sóng đại dịch thứ 2) & 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

RỦI RO THANH TRA:
Việt Nam cần phải vượt qua đợt thanh tra lần 2 của Cơ quan thanh tra an toàn thực phẩm Hoa Kỳ (FSIS) theo Dự luật Nông trại 2014

Đợt thanh tra lần 2 của Cơ quan thanh tra an toàn thực phẩm Hoa Kỳ (FSIS) được lên kế hoạch từ ngày 2/3 đến 13/3 nhưng bị hoãn vô thời hạn do tác động từ dịch COVID-19. FSIS tổ chức các đợt thanh tra theo Dự luật Nông trại 2014 (Farm Bill 2014) và yêu cầu Việt Nam phải có hệ thống kiểm soát an toàn thực phẩm tương đương với hệ thống của Mỹ. Việt Nam đã vượt qua đợt thanh tra đầu tiên vào tháng 9/2018 tập trung vào khâu chế biến cá tra, trong khi đợt thanh tra lần 2 này có thể sẽ kiểm tra khâu nuôi và vận chuyển cá tra.

RỦI RO THUẾ CHỐNG BÁN PHÁ GIÁ:
Mỹ theo dõi gắt gao xuất khẩu thủy sản của Việt Nam về vấn đề chống bán phá giá

Thuế chống bán phá giá có tác động đáng kể đến xuất khẩu thủy sản Việt Nam sang Mỹ. Các vụ kiện chống bán phá giá xoay quanh vấn đề giá thành sản xuất, hồ sơ chứng từ, trợ cấp chính phủ và quy tắc xuất xứ. Các doanh nghiệp thủy sản lớn của Việt Nam như VHC, MPC, Biển Đông và NTSF đang hưởng thuế chống bán phá giá rất thấp hoặc miễn thuế và trở thành những doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản lớn tại thị trường Mỹ. Ngược lại, ANV đã rời khỏi thị trường Mỹ vào năm 2013 sau khi bị áp thuế chống bán phá giá cao và công ty sẽ cần phải nộp đơn xin xem xét lại thuế chống bán phá giá để gia nhập lại thị trường này. ANV có kế hoạch thực hiện điều này sau khi hoàn tất vùng nuôi Bình Phú để kiểm soát tốt giá thành và nguồn gốc xuất xứ. Ngoài ra, MPC đang bị điều tra bán phá giá khi Mỹ cáo buộc MPC đã sử dụng tôm từ Ấn Độ để xuất khẩu sang Mỹ và lách thuế chống bán phá giá Mỹ áp lên tôm Ấn Độ.

Bảng 7. 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	Vĩnh 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

RỦI RO MÔI TRƯỜNG:

Thủy sản rất nhạy cảm với chất lượng nguồn nước và điều kiện môi trường

Hoạt động nuôi trồng thủy sản rất nhạy cảm với chất lượng nguồn nước và điều kiện môi trường. Nhiệt độ nước và độ mặn phải trong mức yêu cầu để giữ cho cá tra và tôm khỏe mạnh. Đồng bằng sông Cửu Long là nơi tập trung phần lớn hoạt động nuôi cá tra và tôm của Việt Nam do có điều kiện tự nhiên thích hợp. Tuy nhiên, tình trạng xâm nhập mặn ngày càng nghiêm trọng làm tăng độ mặn của các ao nuôi và gây ra hiện tượng chán ăn hoặc chết của cá tra và tôm. Xâm nhập mặn đang ngày càng nặng hơn khi các đập thủy điện ở thượng nguồn sông Mekong tác động đến lượng phù sa sông và làm xói mòn các bờ sông khiến Đồng bằng sông Cửu Long bị hạ xuống và lũ lụt thường xuyên hơn. Vấn đề này khó có thể được giải quyết nhanh chóng khi đang có khoảng 11 đập thủy điện dự kiến được xây trên khu vực hạ lưu sông Mê Kông từ nay đến năm 2040 trong bối cảnh nhu cầu điện tăng cao.

RỦI RO DỊCH BỆNH:

Nuôi trồng thủy sản luôn tiềm ẩn nguy cơ dịch bệnh

Nuôi trồng thủy sản thâm canh luôn tiềm ẩn nguy cơ lây nhiễm dịch bệnh. Hội chứng tôm chết sớm (EMS) năm 2013 đã xóa sổ 40% sản lượng tôm Thái Lan và khiến nước này mất luôn vị trí số 1 trên thị trường tôm thế giới. Nhiều bệnh truyền nhiễm trên thủy sản có thể trở thành thảm họa đối với ngành này, ví dụ như 1) các bệnh có tính lây lan nhanh như hội chứng đốm trắng (WSS) có thể quét sạch toàn bộ ao tôm trong vài ngày; 2) các bệnh mới xuất hiện như SHIV có tỷ lệ tử vong cao; 3) các bệnh do vi khuẩn như Columnaris có thể tàn phá các ao cá tra; hoặc 4) bệnh đốm đỏ (aeromonas) trên cá tra gây ra do chất lượng nước kém hoặc mật độ thả nuôi cao,...

IV. 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

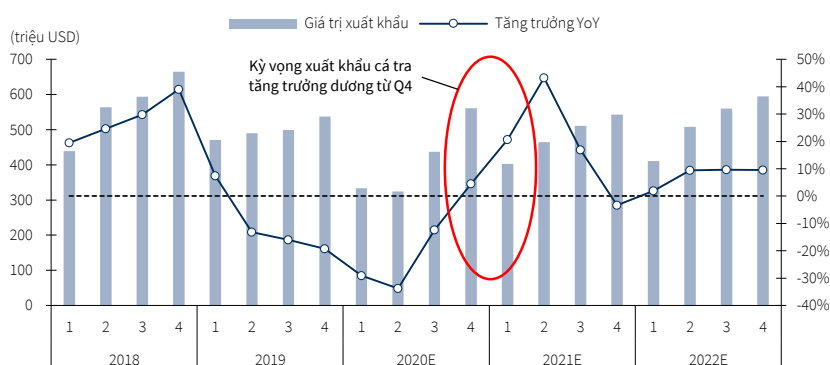
Xuất khẩu cá tra đảo chiều tăng trưởng dương sẽ là động lực tăng giá cho cổ phiếu các doanh nghiệp cá tra Việt Nam và chúng tôi ước tính sự đảo chiều này sẽ diễn ra trong quý 4. Sau khi ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 27% YoY trong năm 2018, xuất khẩu cá tra đã giảm liên tục kể từ tháng 3/2019 và khiến 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 6. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu cá tra & tăng trưởng YoY hàng quý, 2018-2022E (triệu USD, % YoY)



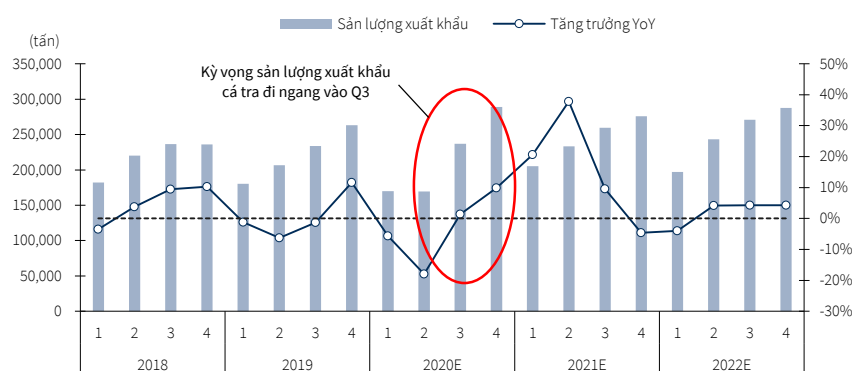
Nguồn: Agromonitor, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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



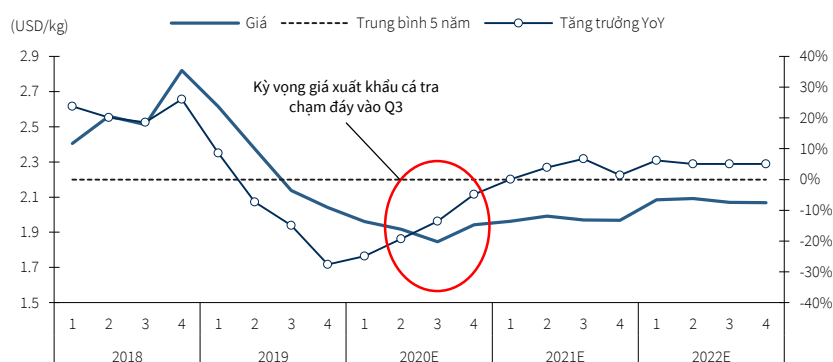
Nguồn: Agromonitor, Chứng khoán KB Việt Nam

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



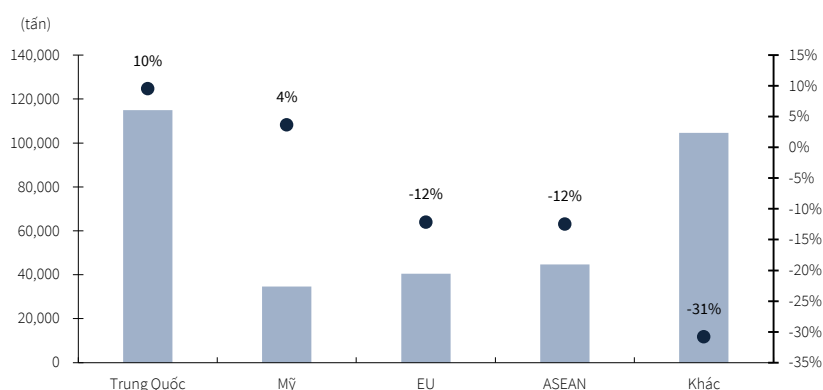
Nguồn: Agromonitor, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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

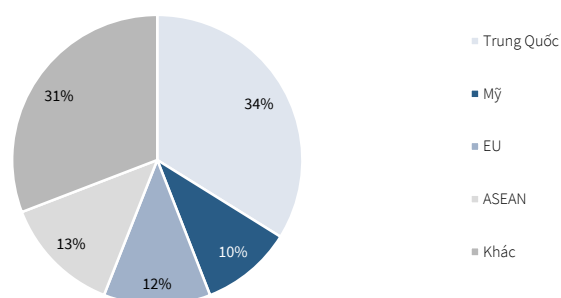
Sản lượng xuất khẩu sang Mỹ và Trung Quốc vẫn duy trì mức tăng trưởng dương trong 6 tháng đầu năm bất chấp đại dịch và có dấu hiệu phục hồi tốt, trong khi thị trường EU, ASEAN và các nước khác chịu ảnh hưởng nặng nề. Mỹ và Trung Quốc hiện chiếm tỷ trọng 44% tổng sản lượng xuất khẩu cá tra của Việt Nam 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 9. 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 10. Thủy sản Việt Nam – Cơ cấu sản lượng xuất khẩu cá tra theo thị trường, 1H20 (%)

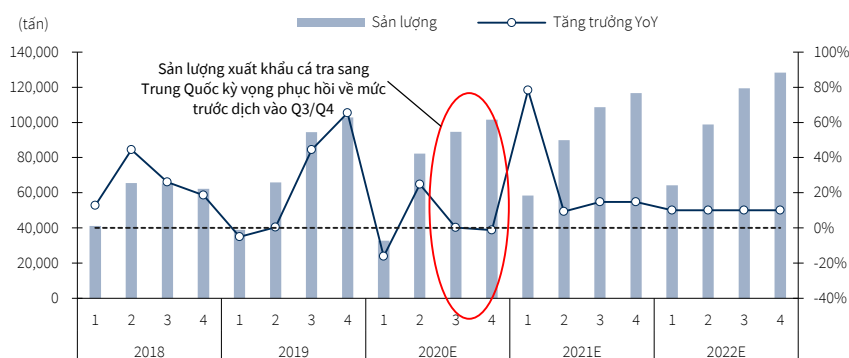


Nguồn: Agromonitor, Chứng khoán KB Việt Nam

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

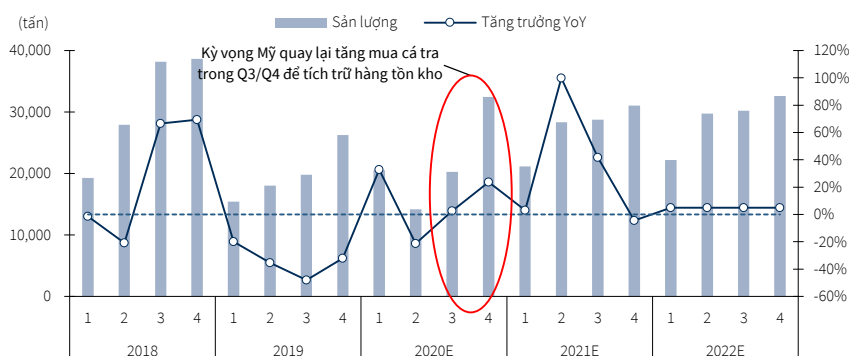


Nguồn: Agromonitor, Chứng khoán KB Việt Nam

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

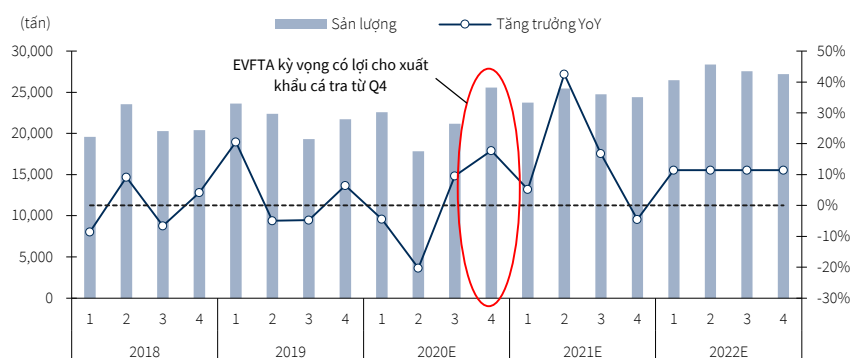


Nguồn: Agromonitor, Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Chứng khoán KB Việt Nam

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

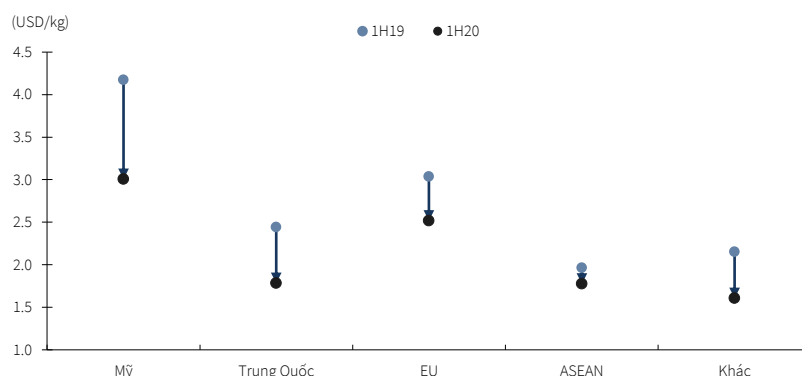


Nguồn: Agromonitor, Chứng khoán KB Việt Nam

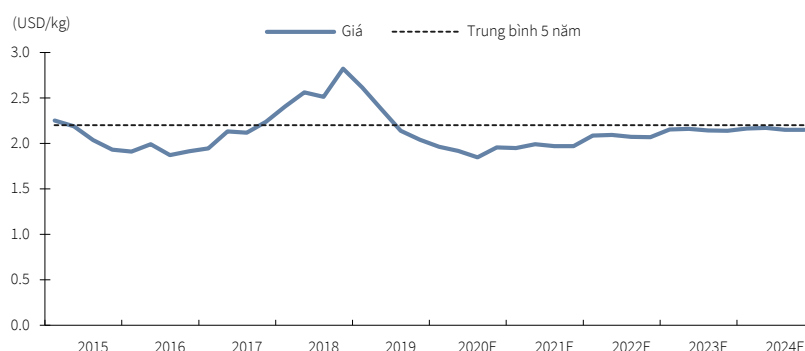
GIÁ XUẤT KHẨU THEO THỊ TRƯỜNG: Giá xuất khẩu đã giảm về mức bền vững, dù có chịu ảnh hưởng bởi đại dịch

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 14. 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 15. 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

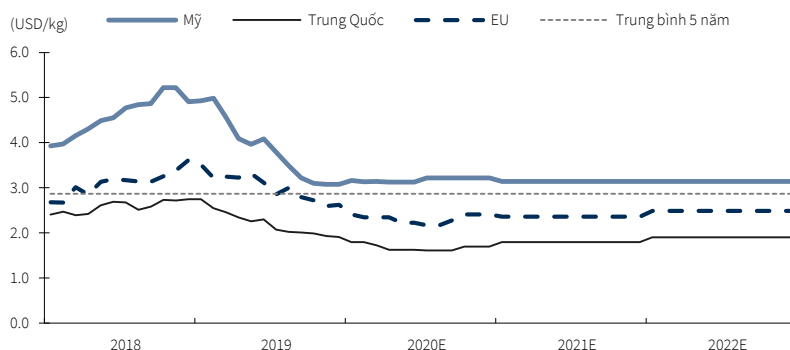
Giá xuất khẩu đã giảm về mức bền vững, dù có chịu ảnh hưởng bởi đại dịch

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

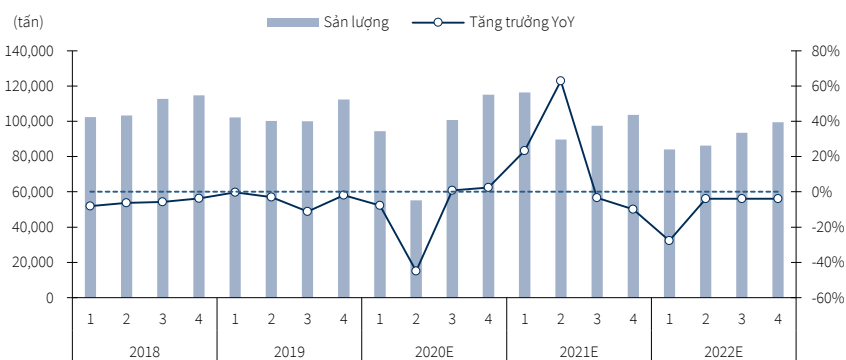


Nguồn: International Trade Centre, Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

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

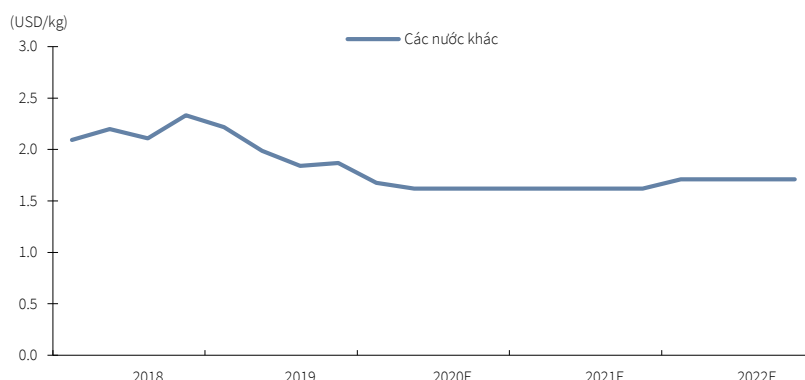
Với tình trạng giảm mạnh vào nửa đầu năm 2020, chúng tôi cho rằng các thị trường còn lại sẽ khó có thể hồi phục trong năm nay cho đến khi đại dịch được kiểm soát tốt hơn. Các thị trường này bao gồm ASEAN (chủ yếu là Singapore và Malaysia), Trung Đông và Mỹ Latinh. Trong nửa đầu năm 2020, sản lượng xuất 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 17. 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 18. Thủy sản Việt Nam – Giá xuất khẩu cá tra trung bình sang các nước khác, 2018-2022E (USD/kg)

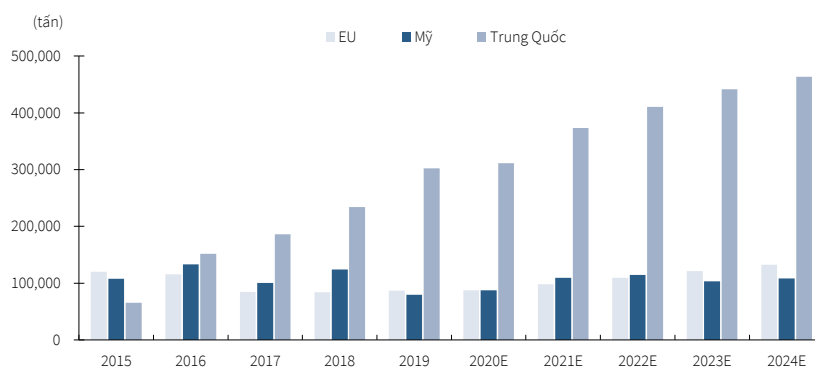


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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

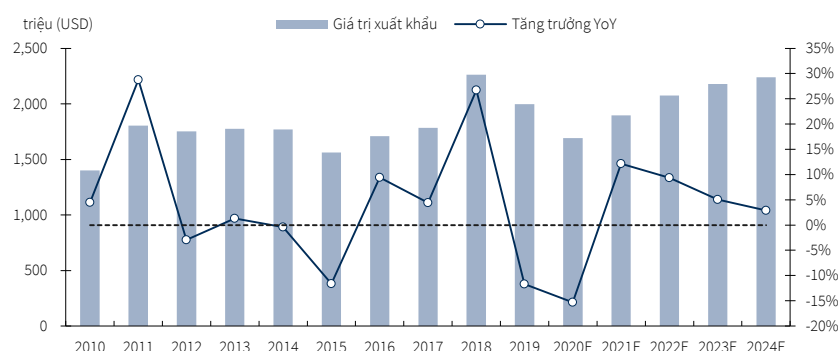


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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

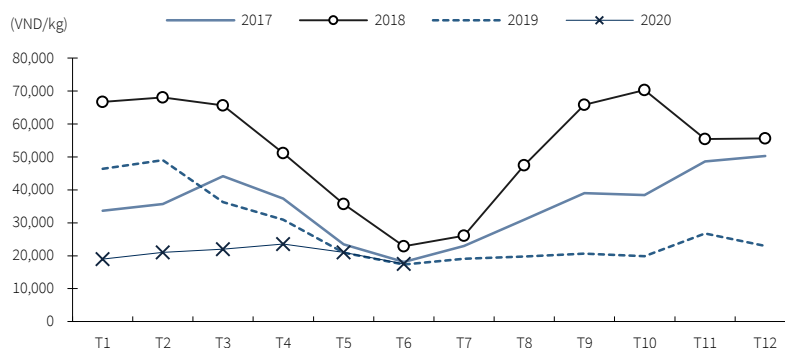


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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

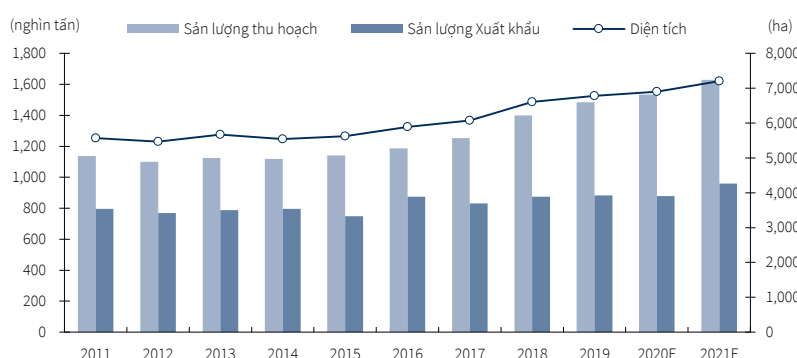


Nguồn: Agromonitor

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

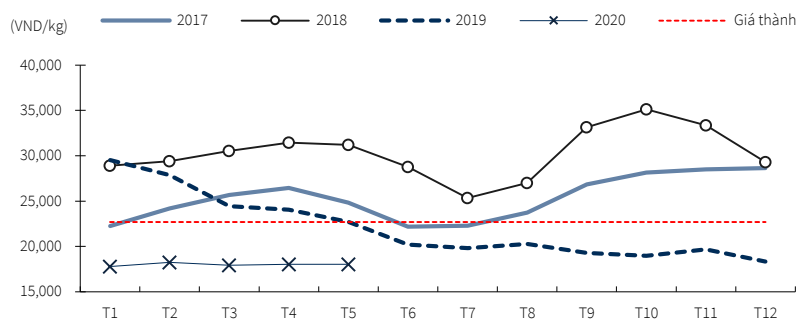


Nguồn: Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn, Chứng khoán KB Việt Nam

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

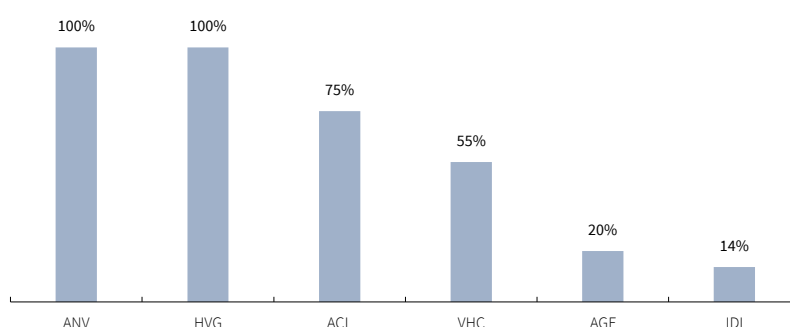


Nguồn: Agromonitor

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 24. 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:

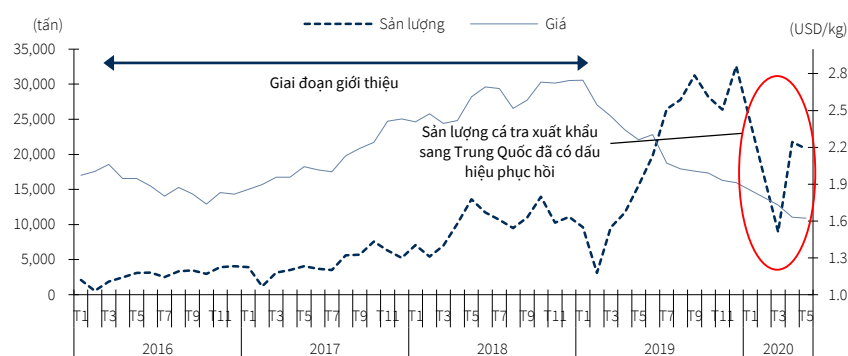
“lượng cao, giá giảm” giai đoạn xâm nhập

→ 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:

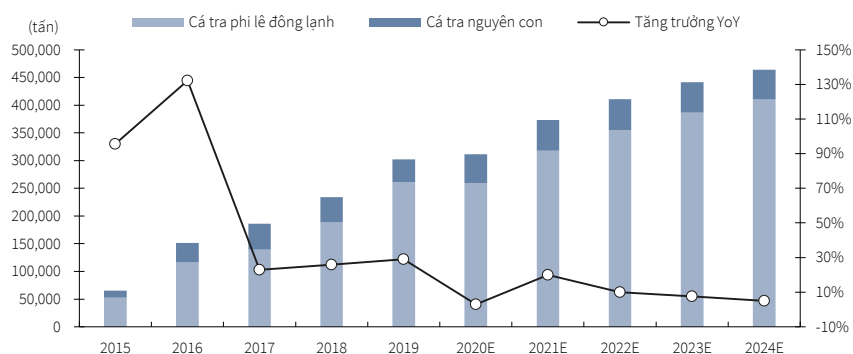
Dịch COVID-19 ảnh hưởng xấu đến xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc

Biểu đồ 25. 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 26. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc & tăng trưởng, 2015-2024E (tấn, % YoY)



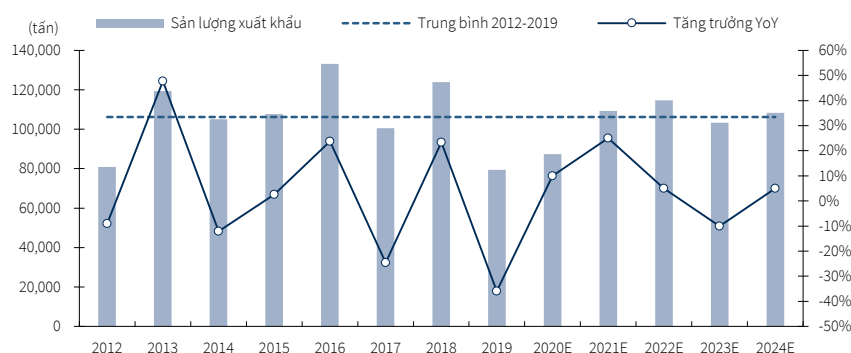
Nguồn: International Trade Centre, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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

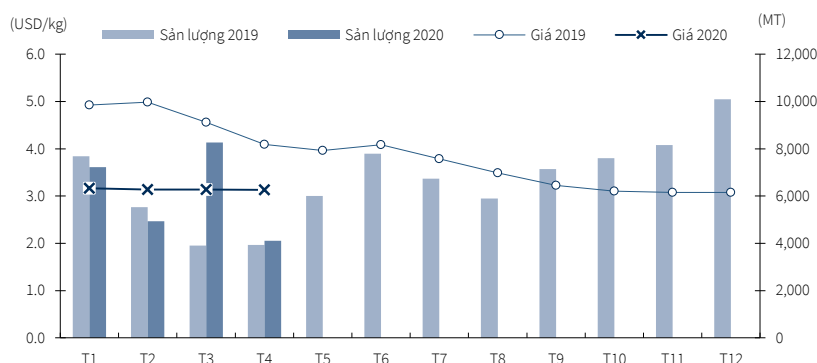
Chúng tôi kỳ vọng Mỹ sẽ tăng nhập hàng tồn kho vào năm 2021E khi phần lớn hàng tồn đọng đã giảm trong khi việc tích trữ thêm hàng tồn kho bị trì hoãn từ đầu năm nay do đại dịch. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng các dịch vụ ăn uống tại Mỹ sẽ tiếp tục hồi phục. Chúng tôi ước tính sản lượng cá tra xuất 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 27. 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 28. Thủy sản Việt Nam – Giá & sản lượng xuất khẩu cá tra hàng tháng sang Mỹ, T1/2019-T4/2020 (tấn, USD/kg)



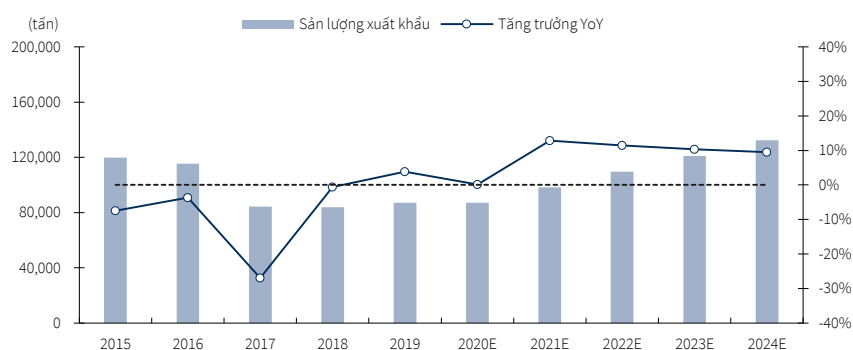
Nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Chứng khoán KB Việt Nam

THỊ TRƯỜNG EU 2021E & DÀI HẠN

EVFTA mang lại cơ hội lớn để cá tra khôi phục hình ảnh bị tổn hại

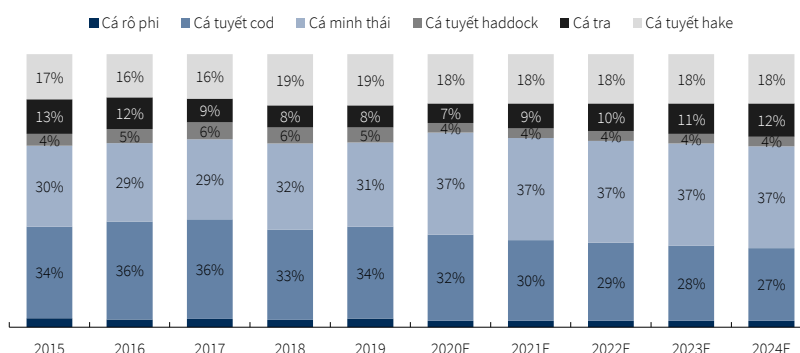
Chúng tôi tin rằng Hiệp định EVFTA mang lại cơ hội lớn để cá tra khôi phục hình ảnh bị tổn hại trong mắt người tiêu dùng EU và sẽ cải thiện xuất khẩu từ năm 2021E. Người tiêu dùng châu Âu tỏ ra e ngại khi mua cá tra do cho rằng cá kém chất lượng và được nuôi trong điều kiện không hợp vệ sinh, sử dụng 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 29. 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 30. Thủy sản EU – Cơ cấu sản lượng cá thịt trắng nhập khẩu, 2015-2024E (%)



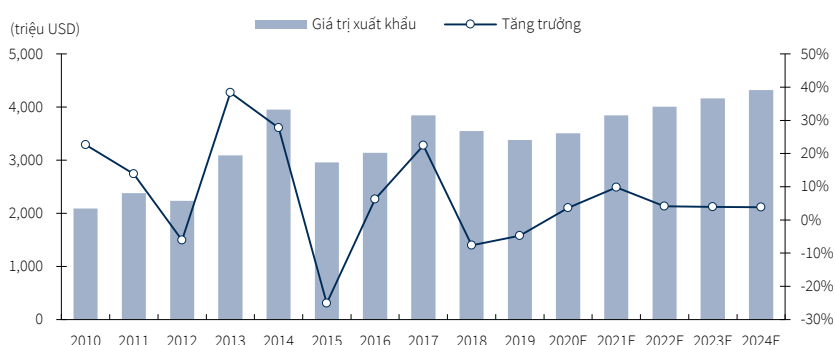
Nguồn: Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

V. 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 31. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu tôm & tăng trưởng, 2010-2024E (triệu USD, % YoY)

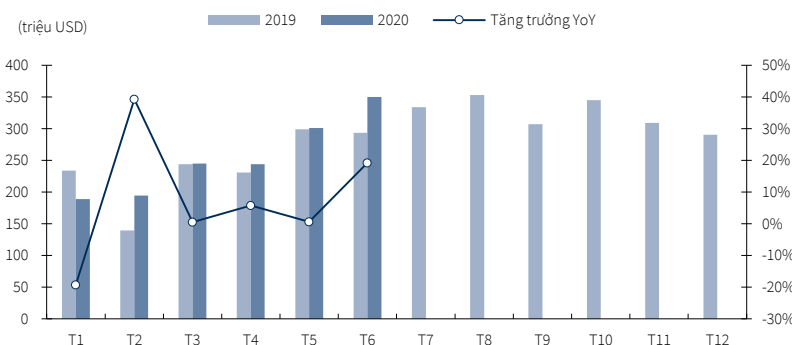


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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

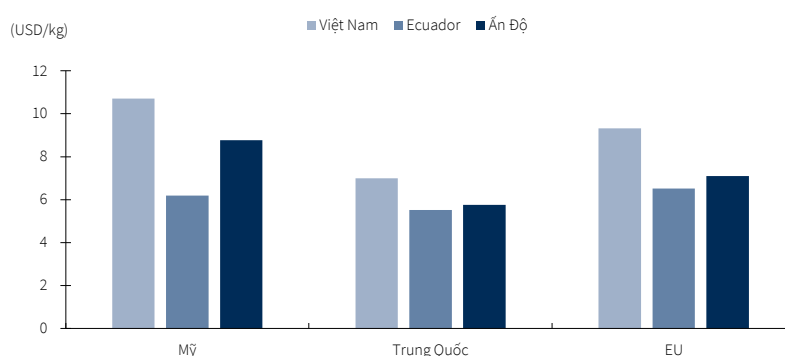


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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 33. 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

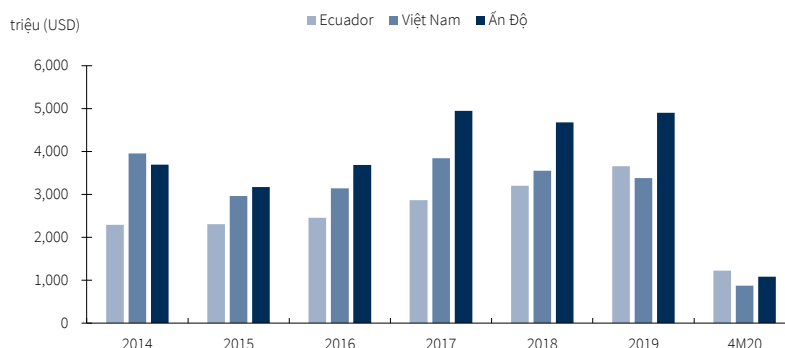
Ba nước xuất khẩu tôm lớn nhất thế giới đều đang tìm cách nâng cao sản lượng tôm thu hoạch

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 34. 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 35. 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 nhập khẩu

	Nước xuất khẩu									
	Ấn Độ	Ecuador	Việt Nam	Trung Quốc	EU	Thái Lan	Indonesia	Argentina	Khác	Thế giới
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

2

4

6

8

10

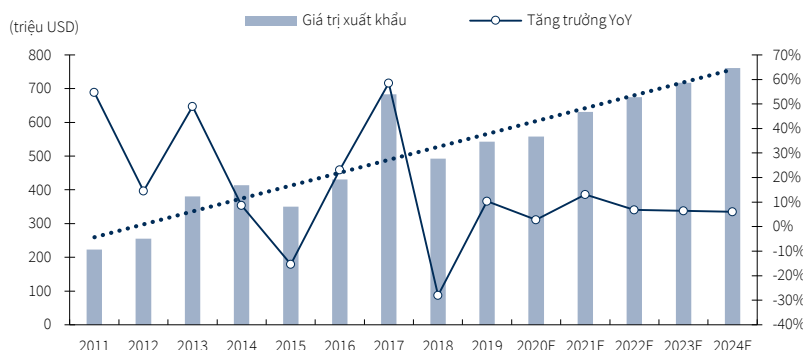
Nguồn: International Trade Centre, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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

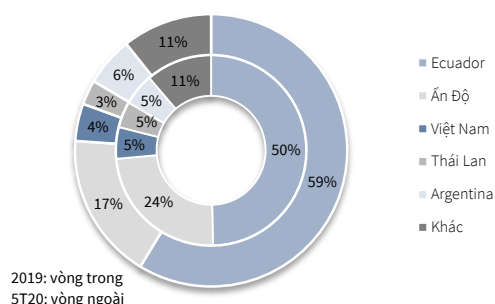


Nguồn: International Trade Centre, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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.

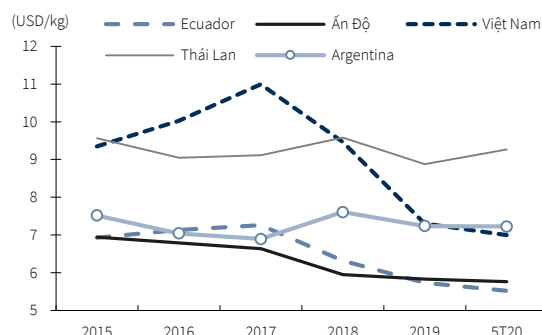
Biểu đồ 37. Thủy sản Trung Quốc – Cơ cấu thị phần tôm đông lạnh nhập khẩu, 2019-T5/2020 (%)



Ghi chú: Chỉ bao gồm nhập khẩu đường chính ngạch

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

Biểu đồ 38. Thủy sản Trung Quốc – Giá tôm đông lạnh nhập khẩu theo nước, 2015-T5/2020 (USD/kg)



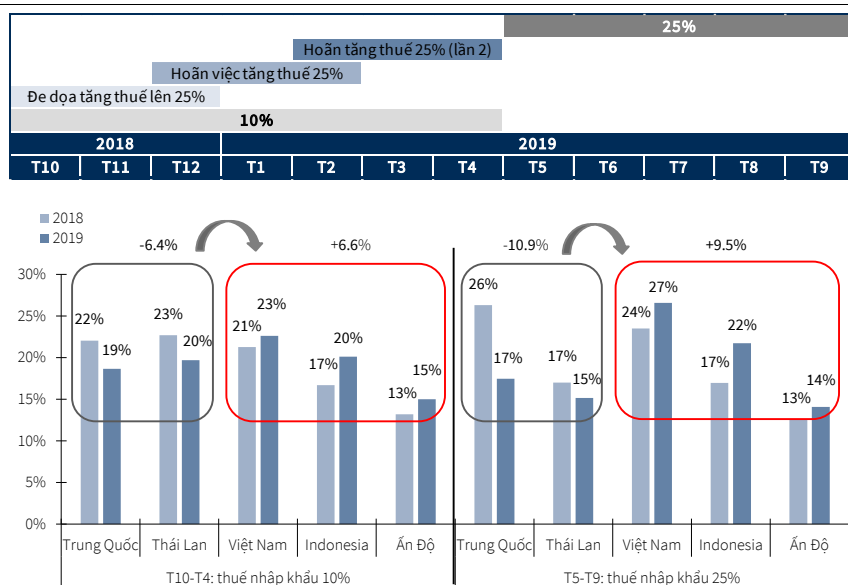
Ghi chú: Chỉ bao gồm nhập khẩu đường chính ngạch

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

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

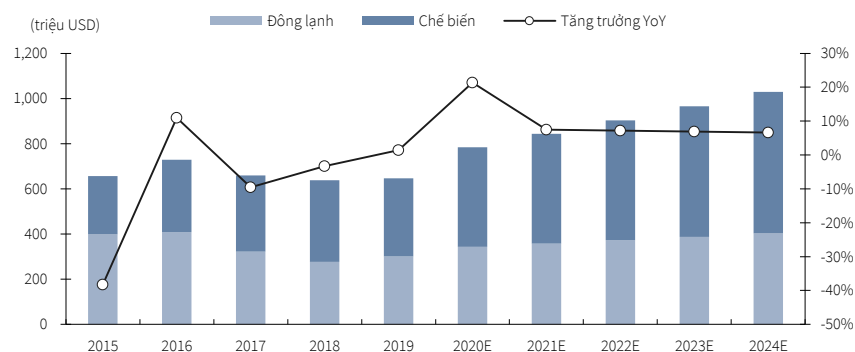
Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung đã áp thuế 10% lên tôm chế biến Trung Quốc xuất khẩu vào Mỹ từ tháng 10/2018, sau đó tăng lên mức 25% vào tháng 5/2019 và chưa được loại trừ trong thỏa thuận thương mại “giai đoạn 1” hồi tháng 1/2020. Thị phần của tôm Trung Quốc tại Mỹ đã chuyển dần sang tôm Việt Nam, 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 39. Thủy sản Mỹ – Thay đổi về thị phần tôm chế biến trong giai đoạn chiến tranh thương mại, T10/2018-T9/2019 (%)

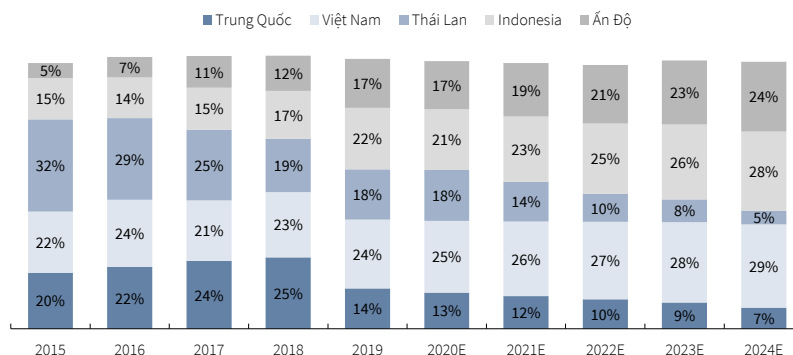


Nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 40. 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

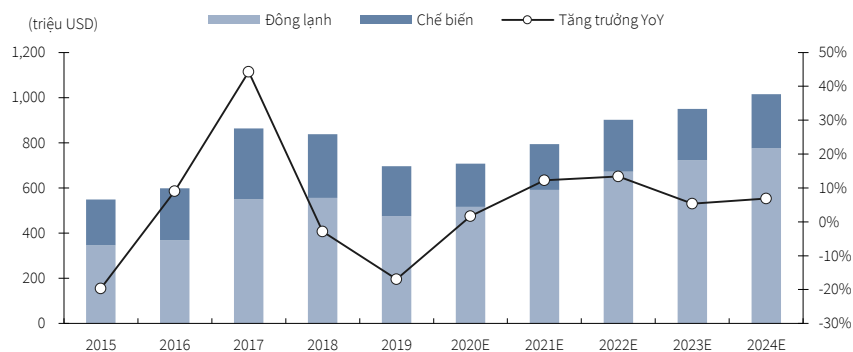
Biểu đồ 41. Thủy sản Mỹ –Thị phần tôm chế biến nhập khẩu, 2015- 2024E (%)

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

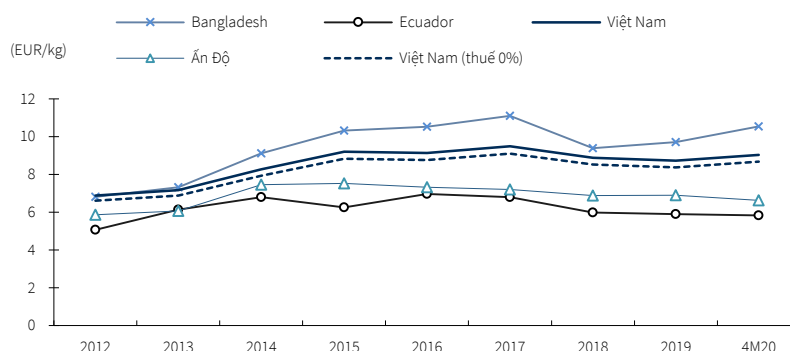
THỊ TRƯỜNG EU:

Tôm đông lạnh hưởng lợi ngay từ EVFTA

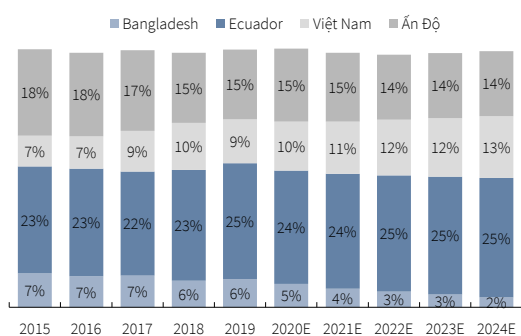
Hiệp định EVFTA khi có hiệu lực vào tháng 8 sẽ xóa bỏ ngay thuế nhập khẩu 4.2% đối với tôm đông lạnh của Việt Nam. Điều này sẽ giúp Việt Nam giành thêm thị phần, có thể là từ tay Ấn Độ khi tôm nước này vẫn phải chịu thuế nhập khẩu. Thị phần tôm đông lạnh rất nhạy cảm về giá tại thị trường EU: tôm Ecuador 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 42. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu tôm sang EU & tăng trưởng, 2015-2024E (triệu USD, % YoY)

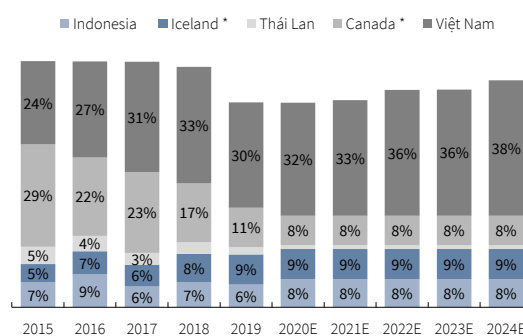
Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 43. 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 44. Thủy sản EU – Thị phần tôm đông lạnh nhập khẩu, 2015- 2024E (%)

Nguồn: Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 45. Thủy sản EU – Thị phần tôm chế biến nhập khẩu, 2015- 2024E (%)

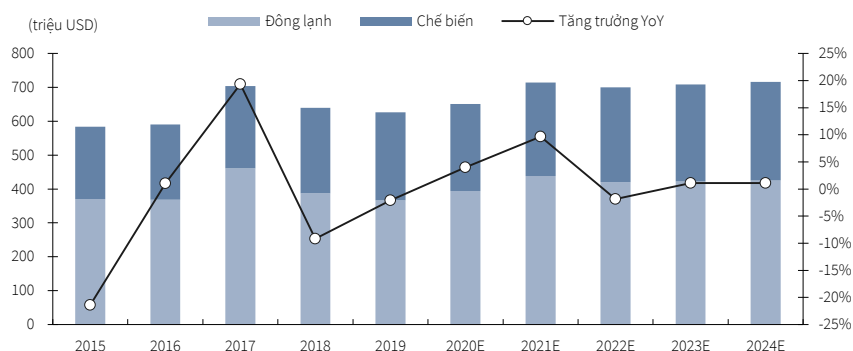
Ghi chú: tôm Iceland và Canada là tôm đánh bắt, các nước còn lại là tôm nuôi.
 Nguồn: Eurostat, Chứng khoán KB Việt Nam

THỊ TRƯỜNG NHẬT BẢN:

Olympic Tokyo dự kiến tổ chức vào giữa năm 2021E sẽ tăng tiêu thụ tôm tại Nhật

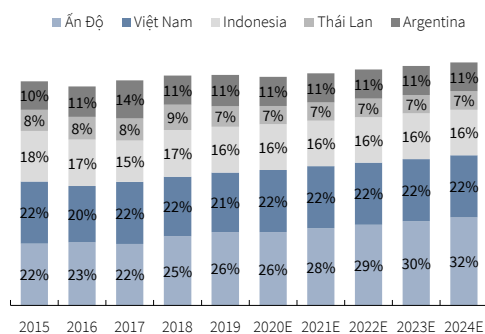
Olympic Tokyo dự kiến tổ chức vào giữa năm 2021E được kỳ vọng sẽ tăng tiêu thụ tôm tại Nhật Bản giống trong kỳ World Cup 2002. Nhật Bản là thị trường xuất khẩu tôm lớn thứ ba của Việt Nam và có mức sinh lời cao nhất. Nhờ được chuẩn bị kỹ lưỡng và đóng gói tỉ mỉ, tôm Việt Nam khá thu hút đối với người 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 46. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu tôm sang Nhật Bản & tăng trưởng, 2015-2024E (triệu USD, % YoY)



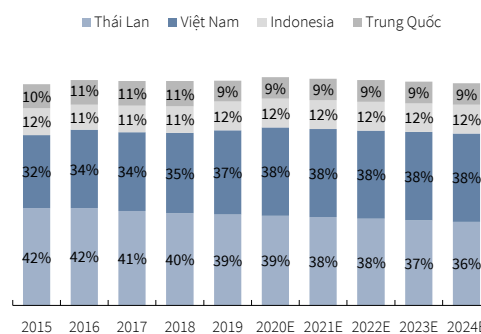
Nguồn: International Trade Centre, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 47. Thủy sản Nhật Bản – Thị phần tôm đông lạnh nhập khẩu, 2015- 2024E (%)



Nguồn: International Trade Centre, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 48. Thủy sản Nhật Bản – Thị phần tôm chế biến nhập khẩu, 2015- 2024E (%)



Nguồn: International Trade Centre, Chứng khoán KB Việt Nam

VI. Chu kỳ tiếp theo sẽ bền vững hơn

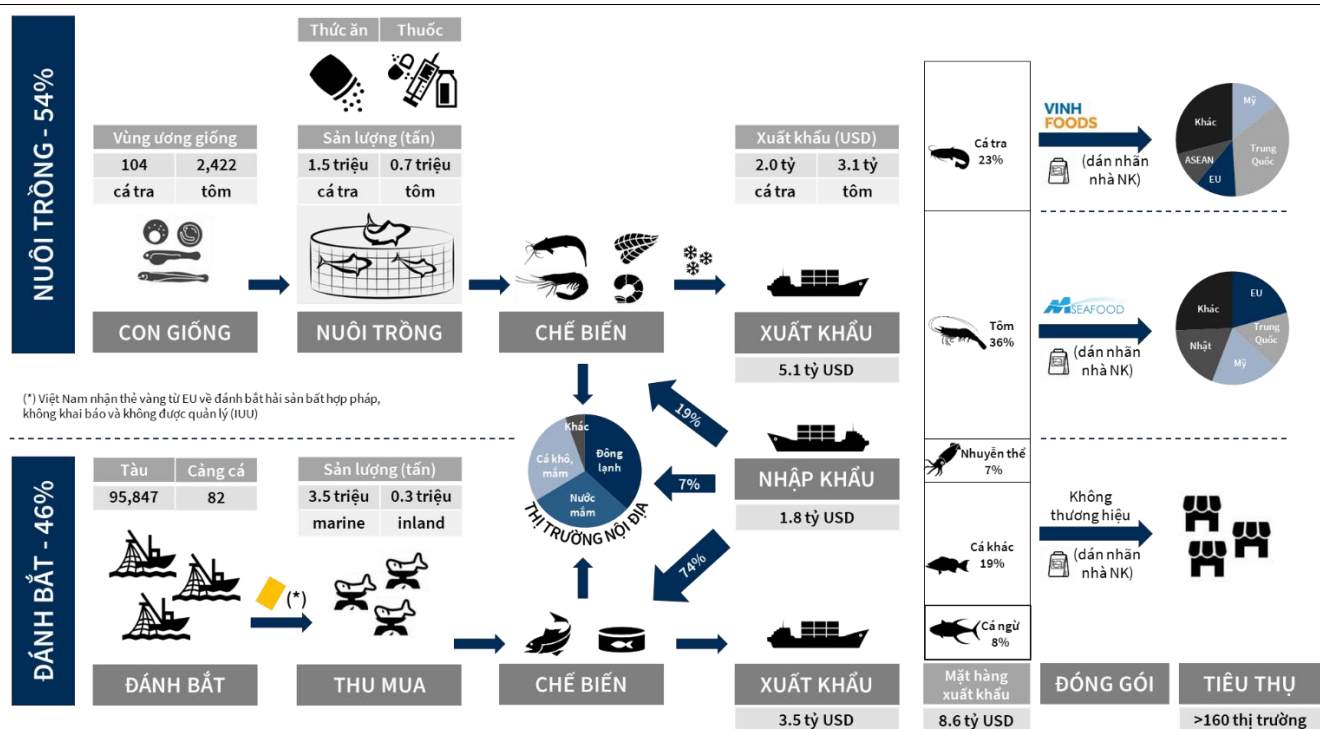
Thủy sản Việt Nam giai đoạn sắp tới đang có những thay đổi về bản chất

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

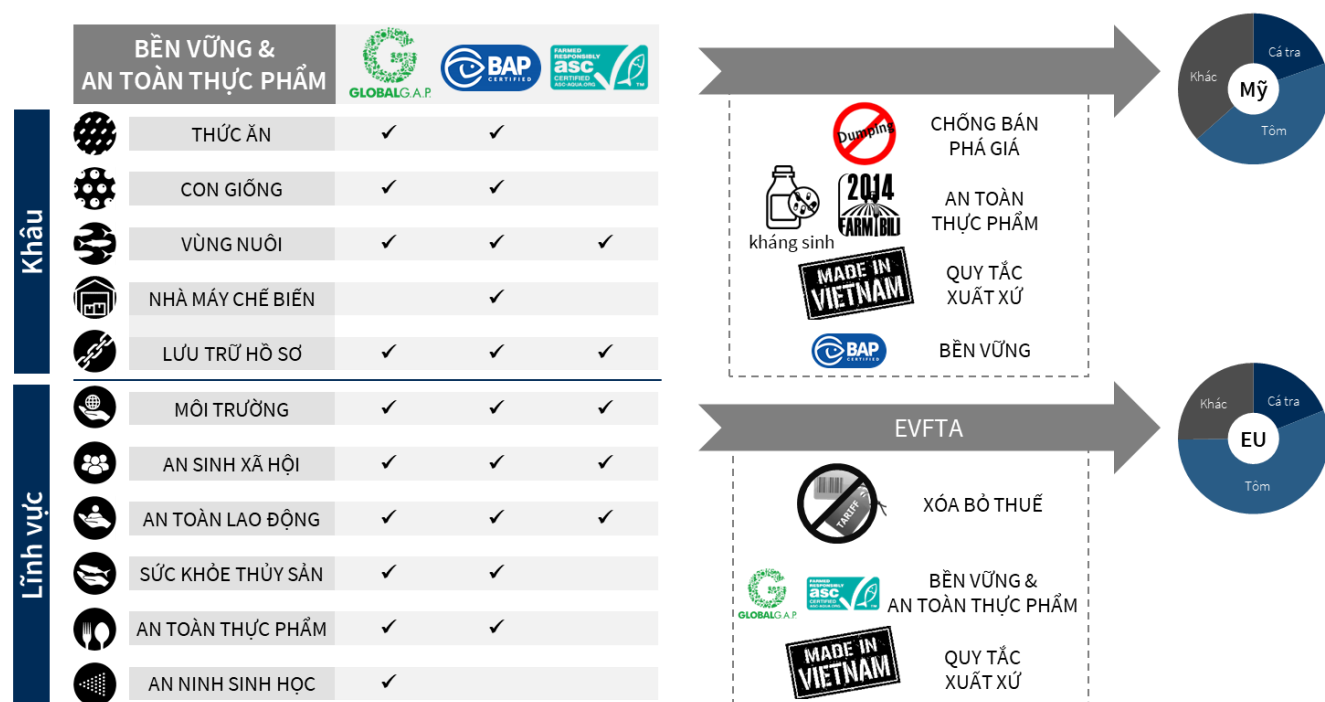


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn, Hải quan Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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

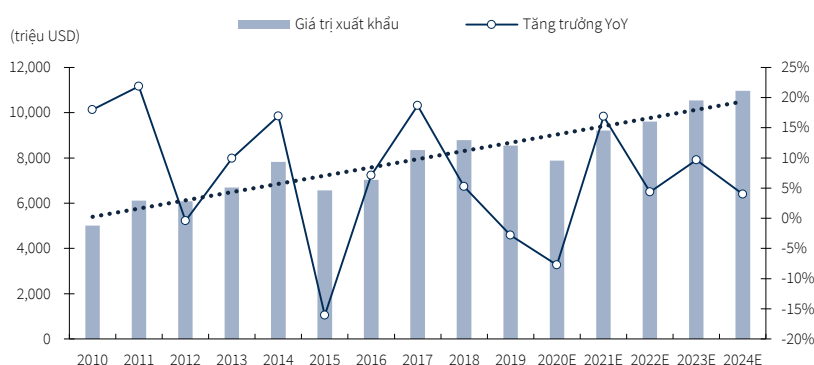


Nguồn: Global Good Agricultural Practices (GlobalG.A.P.), Aquaculture Stewardship Council (ASC), Best Aquaculture Practices (BAP), Chứng khoán KB Việt Nam

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

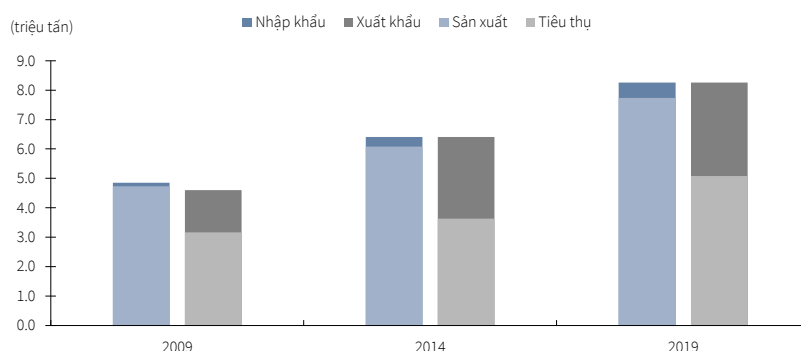
Chúng tôi ước tính xuất khẩu thủy sản Việt Nam giảm 7.7% YoY trong năm 2020E xuống còn 7.9 tỷ USD do ảnh hưởng của đại dịch COVID-19. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu thủy sản Việt Nam sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân 5.1% trong giai đoạn dự phóng 2020E-2024E. Trong giai đoạn 2012-2019, xuất khẩu 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 51. 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 52. Thủy sản Việt Nam – Cán cân thủy sản theo sản lượng, 2009-2019 (triệu tấn)

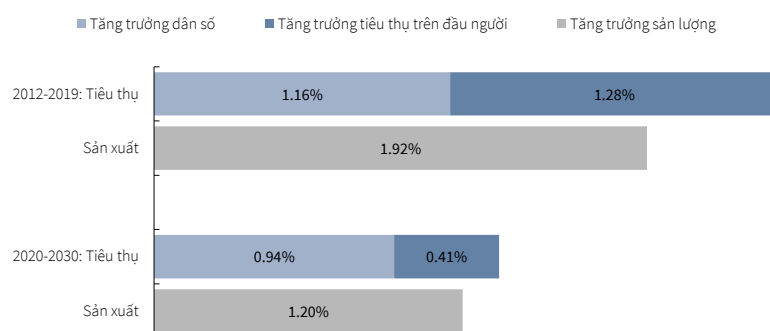


Ghi chú: OECD = Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế; FAO = Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên hiệp quốc.
 Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

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

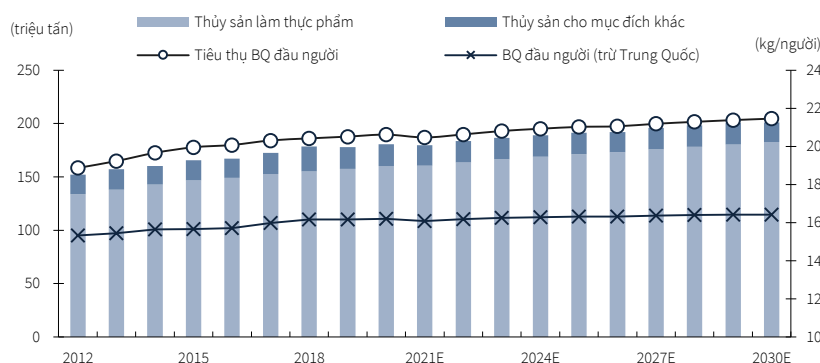
Tăng trưởng dân số sẽ là động lực chính thúc đẩy tiêu thụ thủy sản toàn cầu. FAO (Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên hiệp quốc) ước tính tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người toàn cầu sẽ tăng 0.41% mỗi năm từ mức 20.6 kg/năm năm 2020E lên mức 21.4 kg/năm vào năm 2030E, giảm mạnh so với mức tăng trưởng 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 53. 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 54. 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)

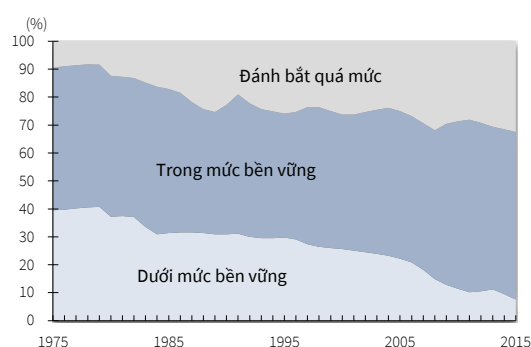


Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

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

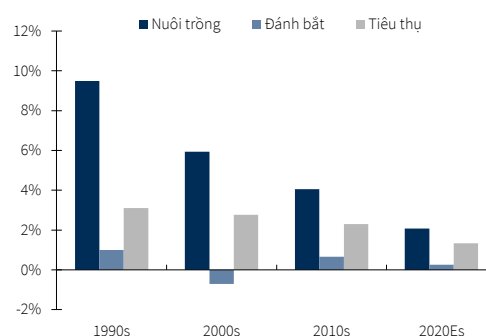
Tiêu thụ thủy sản toàn cầu bị kiềm hãm bởi sản lượng sản xuất do hoạt động đánh bắt hầu như không tăng, trong khi hoạt động nuôi trồng cũng bị chững lại. Hoạt động đánh bắt thủy sản chạm giới hạn về mặt tự nhiên từ cuối những năm 1980 khi các vùng đánh bắt mới không đủ bù đắp cho các ngư trường bị cạn 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 55. Thủy sản thế giới – Cơ cấu trữ lượng hải sản phân theo mức độ bền vững, 1975-2015 (%)



Nguồn: FAO 2018

Biểu đồ 56. Thủy sản thế giới – Tốc độ tăng trưởng hàng năm của tiêu thụ thủy sản & sản lượng, 1980s-2020Es (%)

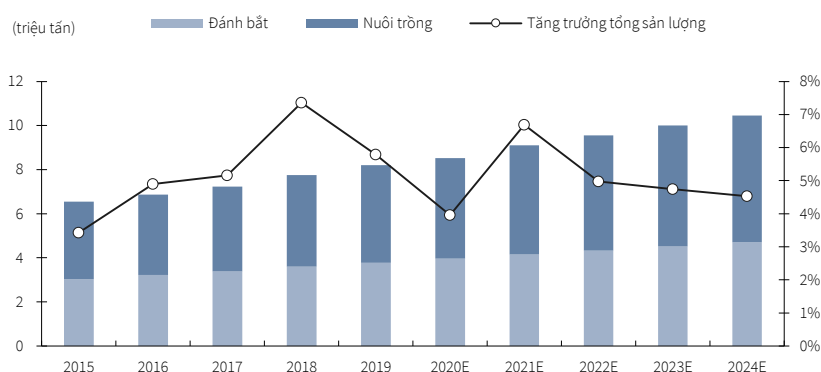


Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

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

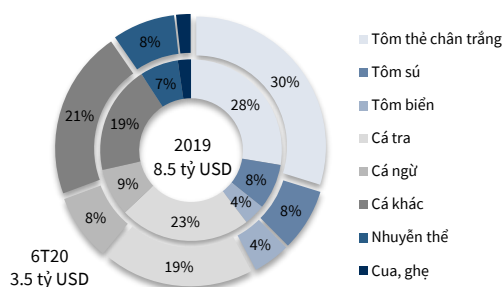
Chúng tôi kỳ vọng thủy sản đánh bắt và nuôi trồng sẽ đồng thời thúc đẩy xuất khẩu thủy sản Việt Nam trong giai đoạn dự phóng 2020E-2024E (mặc dù sản lượng đánh bắt có thể tăng chậm lại). Các ngư trường dồi dào ở Biển Đông đã giúp hoạt động đánh bắt thủy sản của Việt Nam duy trì mức tăng trưởng dương 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 gán “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 57. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng sản lượng thủy sản đánh bắt, nuôi trồng & tăng trưởng, 2015-2024E (triệu tấn, % YoY)



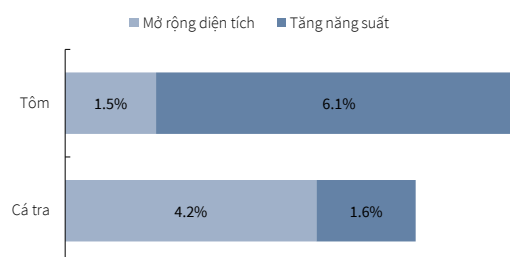
Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 58. 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 59. 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

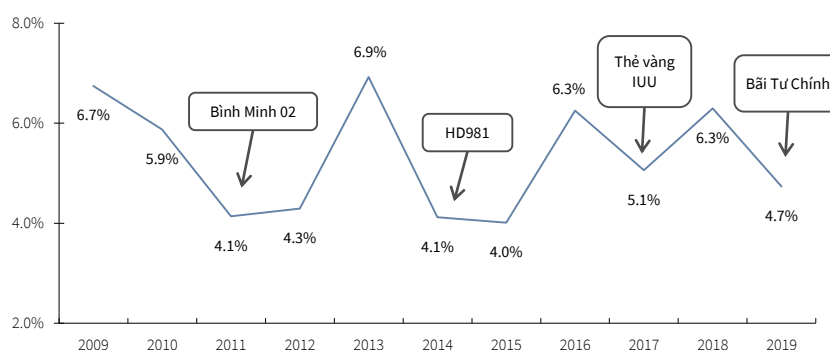
Biểu đồ 60. Thủy sản Việt Nam – Tốc độ tăng trưởng sản lượng thủy sản đánh bắt, 2009-2019 (% YoY)

-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

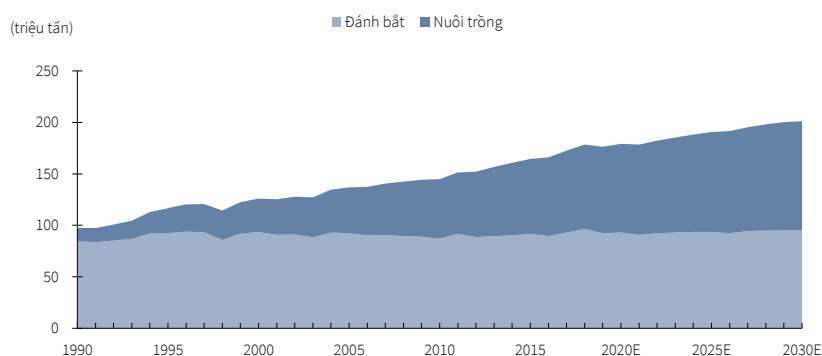


Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

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

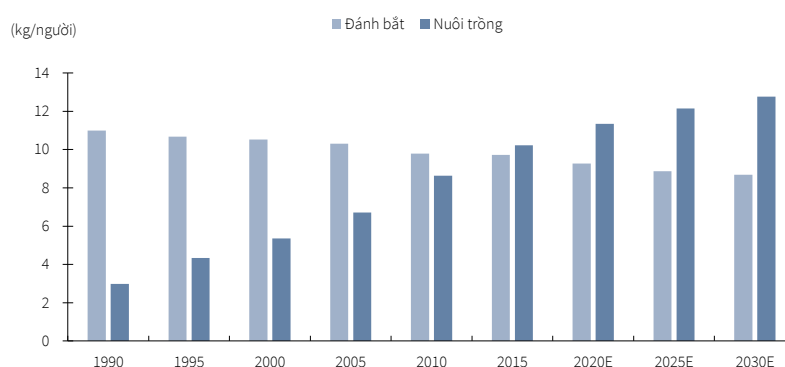
Khả năng cạnh tranh của thủy sản Việt Nam trên thị trường toàn cầu trong trung và dài hạn sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng đáp ứng nhu cầu tiêu thụ thủy sản ngày càng tăng (do dân số thế giới tăng) cũng như thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng khi yêu cầu ngày càng cao hơn về an toàn thực phẩm và bền 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 61. Thủy sản thế giới – Sản lượng thủy sản đánh bắt & nuôi trồng, 1990-2030E (triệu tấn)



Nguồn: OECD-FAO 2020

Biểu đồ 62. Thủy sản thế giới – Tiêu thụ thủy sản đánh bắt & nuôi trồng bình quân đầu người, 1990-2030E (kg/người)

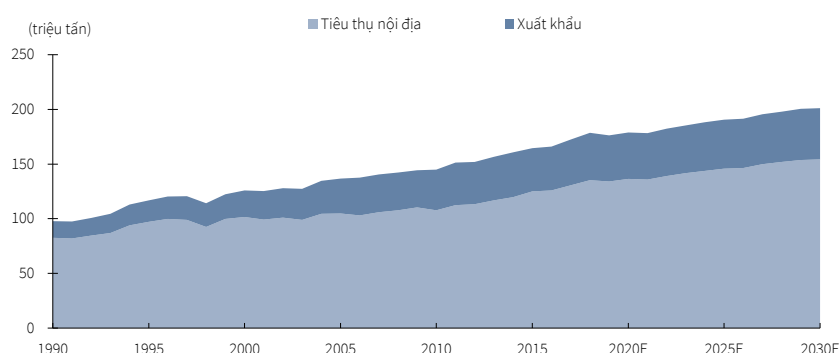


Nguồn: OECD-FAO 2020

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

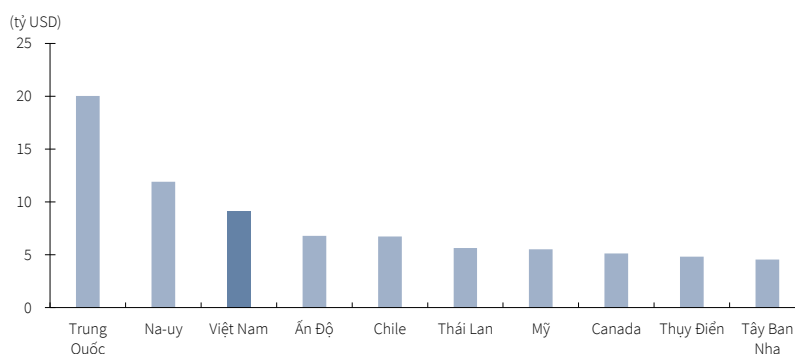


Nguồn: OECD-FAO 2020, Chứng khoán KB Việt Nam

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 64. 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

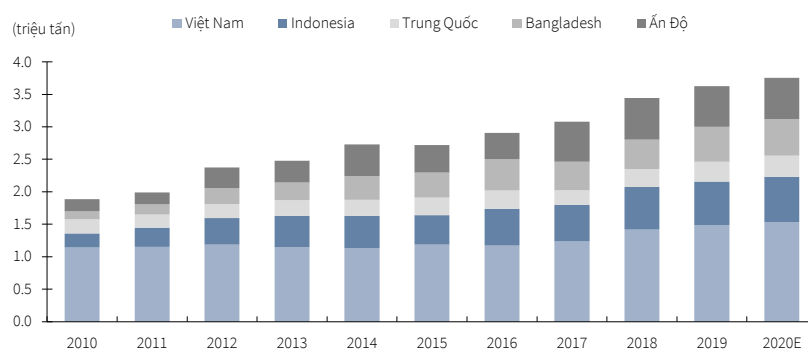
Vị thế độc quyền của Việt Nam trên thị trường cá tra thế giới

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).

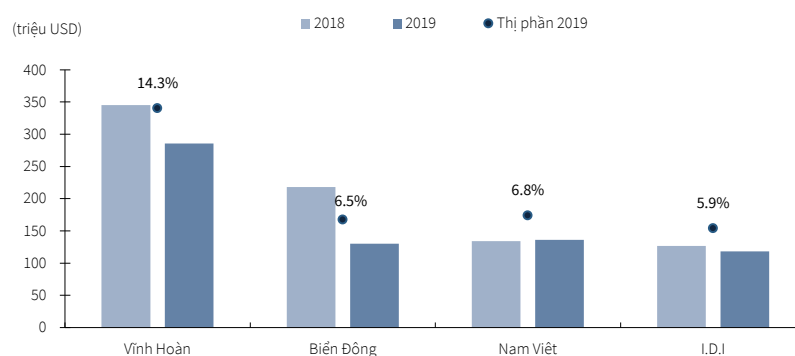
Bảng 8. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu của 3 doanh nghiệp cá tra lớn nhất Việt Nam, 2010-2019 (triệu USD)

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 65. 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)

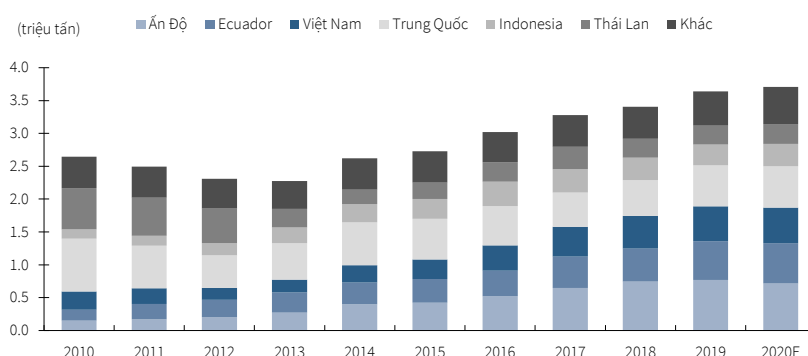
Biểu đồ 66. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu & thị phần của các doanh nghiệp cá tra lớn, 2018-2019 (triệu USD, %)

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

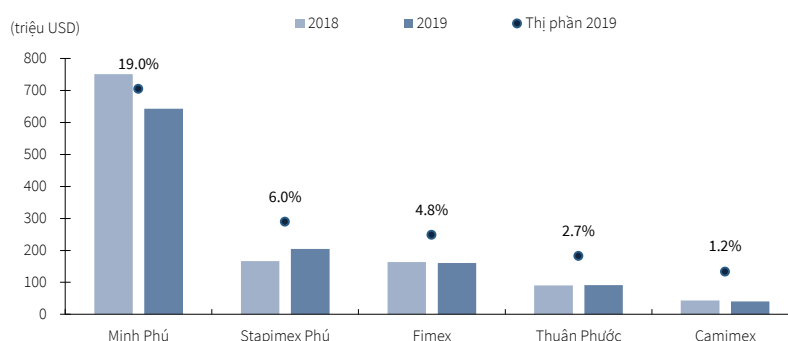
Thị phần ngành tôm Việt Nam khá tập trung, với MPC chiếm 19% thị phần và các doanh nghiệp tôm lớn khác có thị phần dưới 6%, bao gồm Stapimex (OTC), Fimex (FMC:HOSE), Thuận Phước (THP:UPCoM) và Camimex (CMX:HOSE). Chúng tôi kỳ vọng MPC sẽ tiếp tục giữ vai trò là nhà xuất khẩu tôm hàng đầu của Việt Nam 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 67. 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 68. 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



Công ty

Vĩnh Hoàn (VHC)
Nam Việt (ANV)
Minh Phú (MPC)

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

Có lợi nhất khi cá tra đào chiều năm 2020E

12/08/2020

Chuyên viên phân tích Thủy sản
Nguyễn Thanh Danh
(+84) 354-358-427 danhnt@kbsec.com.vn

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

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.

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

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.

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

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

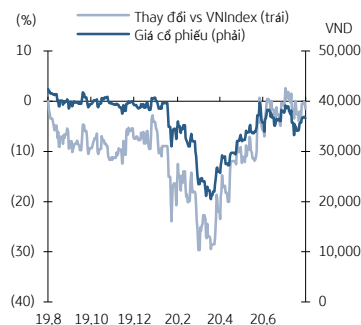
Giá mục tiêu	47,100 VND
Tổng mức sinh lời (%)	34.2%
Giá hiện tại (12/08/2020)	36,600 VND
Giá consensus	39,000 VND
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD288mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ free-float (%)	50.1%
GTGD trung bình (3T)	USD0.95mn
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

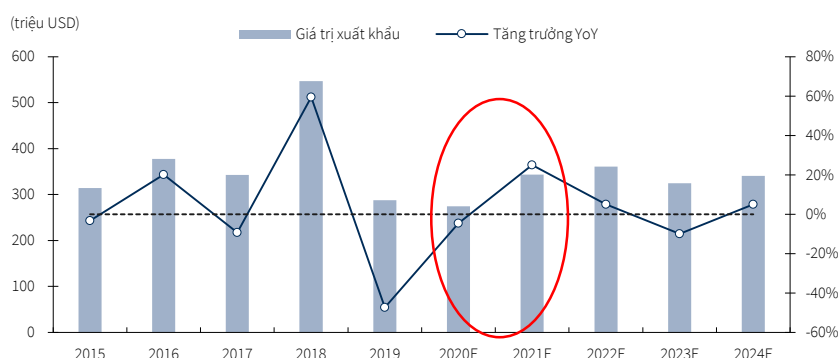
Có lợi nhất khi cá tra đào chiều năm 2020E

Lựa chọn hàng đầu:

VHC có lợi nhất khi cá tra đào chiều nhờ vị thế vượt trội tại thị trường Mỹ

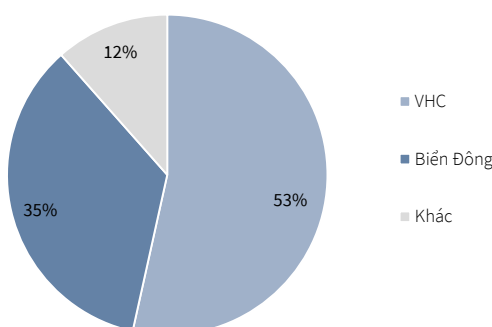
Chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ được hưởng lợi nhiều nhất khi xuất khẩu cá tra đào chiều, đặc biệt là tại thị trường Mỹ. VHC chiếm ưu thế trên thị trường Mỹ với chất lượng sản phẩm cá tra vượt trội. Điều này sẽ cho phép công ty hưởng lợi nhiều nhất khi Mỹ quay lại tăng tích trữ hàng tồn kho (như hồi Q1) sau 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 69. Thủy sản Việt Nam – Dự phóng giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ & tăng trưởng, 2015-2024E (triệu USD, % YoY)

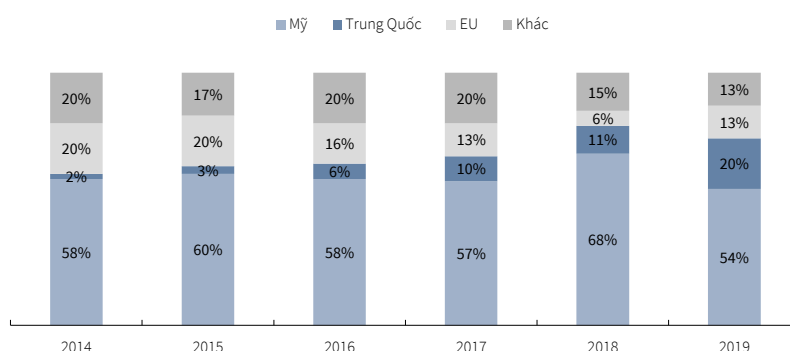


Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 70. 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 71. Vĩnh 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 9. Thủy sản Việt Nam – Thuế chống bán phá giá của Mỹ áp lên doanh nghiệp cá tra Việt Nam, 2007-2018 (USD/kg)

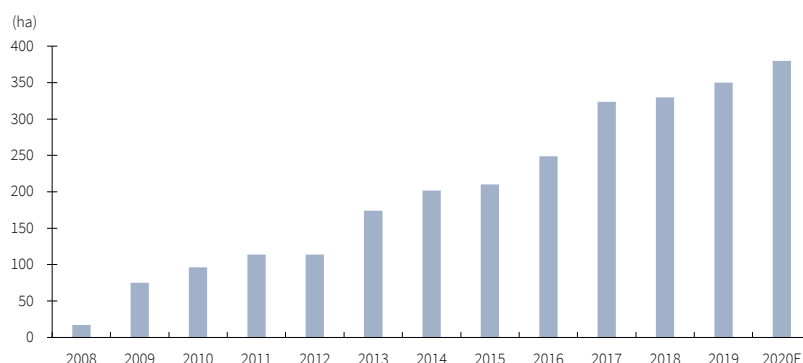
	Kỳ xem xét	Toàn quốc	Vĩnh Hoàn	Hùng Vương	Biển Đông	Nam Việt	NTSF	Cửu Long
POR 5	2007-2008	2.11	0		0.02		0	
POR 6	2008-2009	2.11	0		0.02		0	
POR 7	2009-2010	2.11	0		0.19		0	
POR 8	2010-2011	2.11	0.13	0.77	0.19	0.77	0.77	
POR 9	2011-2012	2.11	0	1.2	0.19	0.77	0.42	0.42
POR 10	2012-2013	2.39	0	0.97	0.19	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 72. Vĩnh Hoàn (VHC) – Diện tích vùng nuôi đạt giấy chứng nhận quốc tế, 2008-2020E (ha)

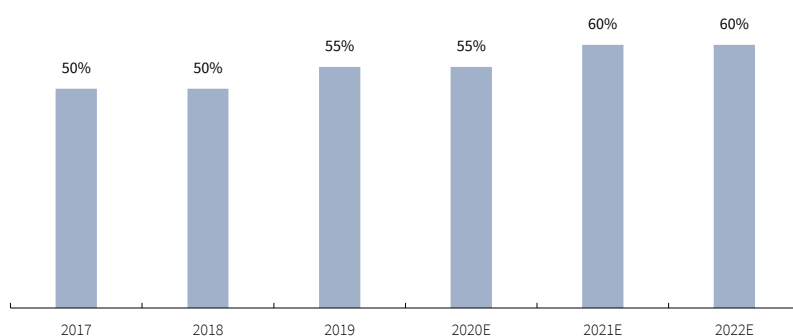


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

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

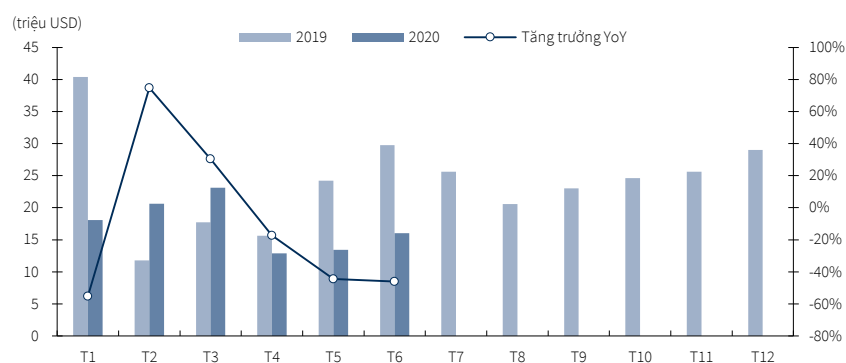
VHC cũng đang tăng dần tỷ lệ tự chủ nguyên liệu bằng cách mở rộng vùng nuôi để quản lý chuỗi sản xuất tốt hơn và tăng biên lãi gộp. Khoảng một nửa vùng nuôi Tân Hưng 220 ha đã sẵn sàng thả nuôi trong năm 2020E, trong khi phần còn lại còn đang xử lý phèn và kỳ vọng có thể thả nuôi trong năm sau. Khu ương 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 73. Vĩnh Hoàn (VHC) – Tỷ lệ tự chủ nguyên liệu, 2017-2022E (%)



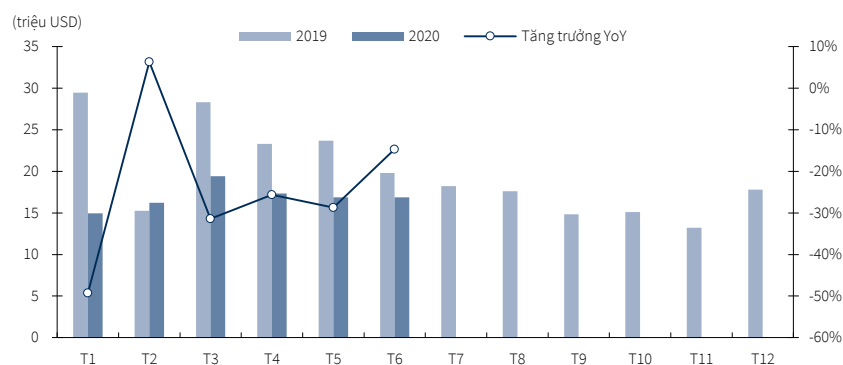
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 74. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ & tăng trưởng YoY hàng tháng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)



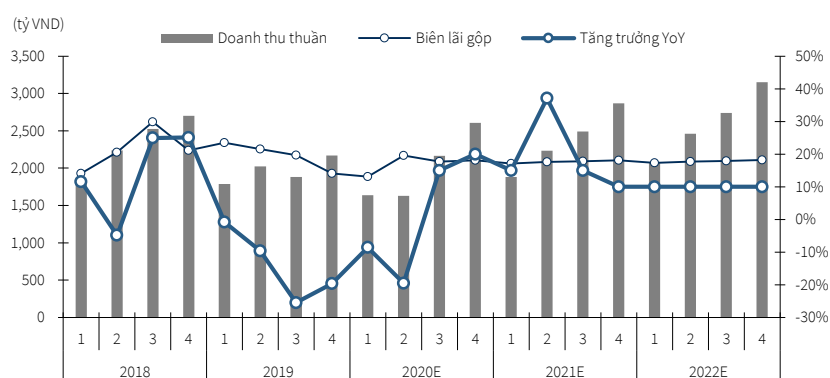
Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 75. 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 76. 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

Vĩnh Hoàn (VHC) – Bảng tóm tắt BCTC & dự phóng, 2019-2022E

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	7,867	8,036	9,472	10,419
Giá vốn hàng bán	6,334	6,647	7,795	8,557
Lãi gộp	1,533	1,389	1,677	1,862
Doanh thu tài chính	251	175	161	161
Chi phí tài chính	90	106	94	100
Gồm: Chi phí lãi vay	60	54	62	64
Lãi/(lỗ) liên doanh	14	0	0	0
Chi phí bán hàng	252	211	302	332
Chi phí quản lý DN	149	156	156	157
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	1,308	1,090	1,287	1,434
Thu nhập khác	12	5	0	0
Chi phí khác	11	12	0	0
Lãi/(lỗ) khác	1	(7)	0	0
Lãi/(lỗ) trước thuế	1,309	1,084	1,287	1,434
Thuế doanh nghiệp	130	119	154	172
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,179	965	1,133	1,262
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau CPTS	1,179	965	1,133	1,262

Chỉ số hoạt động (%)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tăng trưởng doanh thu	(15.1)	2.1	17.9	10.0
Tăng trưởng EBIT	(32.8)	(9.8)	19.3	12.5
Tăng trưởng EBITDA	(29.5)	(5.8)	18.7	10.8
Tăng trưởng LN sau CDTs	(18.2)	(18.2)	17.4	11.4
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.5	17.3	17.7	17.9
Tỷ suất EBITDA	16.5	15.2	15.3	15.4
Tỷ suất EBIT	14.4	12.7	12.9	13.2
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	16.6	13.5	13.6	13.8
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.0	12.0	12.0	12.1

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Lãi trước thuế	1,179	965	1,133	1,262
Khấu hao TSCĐ	162	187	231	235
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(221)	(81)	(81)	(81)
Thay đổi vốn lưu động	323	(671)	(93)	(299)
(T)/G phải thu	481	(423)	(39)	(198)
(T)/G hàng tồn kho	(28)	(285)	(170)	(187)
(T)/G TS ngắn hạn khác	(1)	(38)	(3)	(14)
(T)/G khoản phải trả	(98)	22	59	52
(T)/G chi phí trả trước	9	8	(3)	2
(T)/G nợ ngắn hạn khác	(39)	45	63	47
Điều chỉnh khác HĐKD	71	(29)	(169)	(291)
Lưu chuyển tiền HĐKD	1,489	186	1,169	1,094
Đầu tư ngắn hạn	(884)	206	(365)	(158)
Đầu tư tài sản cố định	(349)	(546)	(271)	(276)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	388	0	0	0
Tài sản khác	(43)	(10)	7	(8)
Điều chỉnh khác HĐĐT	144	310	118	98
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	(743)	(39)	(511)	(344)
Dòng tiền tự do	1,140	(360)	898	818
T/(G) vay dài hạn	0	0	0	0
T/(G) vay ngắn hạn	(403)	367	100	(100)
Nợ phải trả khác	(13)	11	3	3
T/(G) vốn CSH	910	0	0	0
Cổ tức đã trả	(185)	(362)	(543)	(633)
Trừ: thay đổi vốn CSH	(1,042)	0	(0)	(0)
Điều chỉnh khác HĐTC	31	(15)	(17)	5
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	(703)	0	(457)	(725)
Lưu chuyển tiền trong kỳ	43	147	202	26
Tiền đầu kỳ	43	86	233	435
Tiền cuối kỳ	86	233	435	461

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

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tổng tài sản	6,612	7,656	8,468	9,101
Tài sản ngắn hạn	4,611	5,302	6,079	6,663
Tiền & tương đương tiền	86	233	435	461
Đầu tư ngắn hạn	1,492	1,285	1,650	1,808
Khoản phải thu	1,516	1,942	1,981	2,179
Hàng tồn kho	1,414	1,699	1,869	2,056
Tài sản ngắn hạn khác	103	142	145	159
Tài sản dài hạn	2,001	2,354	2,388	2,438
Khoản phải thu dài hạn	6	3	3	3
Tài sản cố định	1,447	1,928	1,972	2,028
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	392	257	254	240
Đầu tư dài hạn	1	1	1	1
Lợi thế thương mại	40	34	28	23
Tài sản dài hạn khác	114	130	129	142
Nợ phải trả	1,735	2,175	2,397	2,402
Nợ ngắn hạn	1,716	2,145	2,364	2,365
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)	2019A	2020E	2021E	2022E
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 sổ 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

CTCP Nam Việt (ANV)

Sẵn sàng để mở rộng toàn cầu

12/08/2020

Chuyên viên phân tích Thủy sản
Nguyễn Thanh Danh
(+84) 354-358-427 danhnt@kbsec.com.vn

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 21,700 VND khi ANV tăng mạnh sản lượng để mở rộng thị trường toàn cầu

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu đối với CTCP Nam Việt (ANV) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 21,700 VND dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. ANV đang mở rộng vùng nuôi nhằm tăng sản lượng lên hơn gấp đôi để mở rộng thị trường Trung Quốc, quay lại thị trường Mỹ, tăng xuất khẩu sang EU và các nước khác (chủ yếu là Trung Đông và Mỹ Latinh). Dự án vùng nuôi Bình Phú có quy mô khá lớn, dự kiến sẽ tăng sản lượng từ mức 120,000 tấn năm 2019 lên 200,000 tấn vào năm 2020E và 250,000 tấn vào năm 2021E.

Vùng nuôi Bình Phú giúp ANV hoàn thành mục tiêu 100% tự chủ con giống, cá nguyên liệu và thức ăn

ANV đạt 100% tỷ lệ tự chủ nguyên liệu nhưng chưa chú trọng vào việc đạt các giấy chứng nhận nuôi trồng quốc tế. Tuy vậy, ANV dự kiến sẽ xin cấp giấy chứng nhận quốc tế cho vùng nuôi Bình Phú. Trại ương giống 150 ha tại vùng nuôi Bình Phú dự kiến sẽ tăng tỷ lệ tự chủ con giống của ANV lên 100% vào năm 2021E. Như vậy, ANV sẽ hoàn toàn kiểm soát chuỗi sản xuất của mình, gồm cá giống, thức ăn cho cá và cá nguyên liệu cho khâu chế biến.

Mở rộng thị trường toàn cầu với lợi thế giá thành và chứng nhận tiêu chuẩn quốc tế

Vùng nuôi Bình Phú giúp kiểm soát tốt quy trình nuôi cá tra, tạo điều kiện cho ANV quay lại thị trường Mỹ sau khi rời thị trường này vào năm 2014 do bị đánh thuế chống bán phá giá cao. Giá thành thấp hơn cũng sẽ tạo điều kiện cho ANV thâm nhập sâu hơn vào thị trường Trung Quốc (ANV chỉ mới gia nhập thị trường này từ năm 2018), trong khi các chứng nhận quốc tế sẽ hỗ trợ xuất khẩu sang EU.

Mua lần đầu

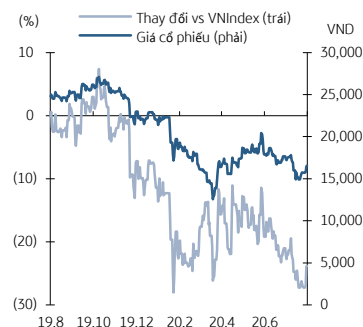
Giá mục tiêu	21,700 VND
Tổng mức sinh lời (%)	43.2%
Giá hiện tại (12/08/2020)	16,550 VND
Giá consensus	19,100 VND
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD91mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ free-float (%)	13.6%
GTGD trung bình (3T)	USD0.17mn
Room khối ngoại (%)	47.7%
Cổ đông lớn (%)	Doãn Tới (56.3%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6.2	-11.5	-12.4	-33.3
Tương đối	-3.5	-12.7	-3.0	-23.8

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	4,481	3,287	3,347	3,566
EBIT	805	257	313	347
LN sau CĐTS	704	214	270	297
EPS (VND)	5,536	1,679	2,120	2,326
Thay đổi EPS (%)	15.4	(69.7)	26.3	9.7
P/E (x)	3.0	9.9	7.8	7.1
EV/EBITDA (x)	3.8	8.6	5.9	5.2
P/B (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	33.3	9.1	11.5	12.2
Tỷ suất cổ tức (%)	9.0	12.1	9.1	10.3



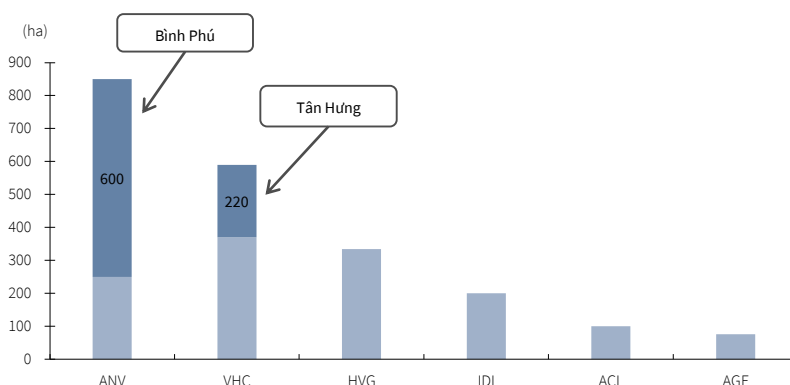
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Sẵn sàng để mở rộng toàn cầu

Vùng nuôi Bình Phú 600 ha sẽ tăng sản lượng từ mức 120,000 tấn năm 2019 lên 250,000 tấn vào năm 2021E

Vùng nuôi Bình Phú rộng 600 ha của ANV dự kiến sẽ là vùng nuôi cá tra tập trung lớn nhất Việt Nam, bao gồm 150 ha khu ương cá tra giống và 450 ha khu nuôi cá tra nguyên liệu. ANV duy trì chiến lược tự chủ 100% cá nguyên liệu và vùng nuôi mới này sẽ gia tăng sản lượng từ mức 120,000 tấn năm 2019 lên 250,000 tấn vào năm 2021E. Hiện tại, ANV đang thả nuôi 156 ao trong tổng số 229 ao hoàn thành, dự kiến thu hoạch 105,000 tấn cá nguyên liệu và nâng tổng sản lượng năm 2020E lên 200,000 tấn (tăng 66% YoY).

Biểu đồ 77. Thủy sản Việt Nam – Diện tích vùng nuôi của các doanh nghiệp cá tra lớn, 2019 (ha)

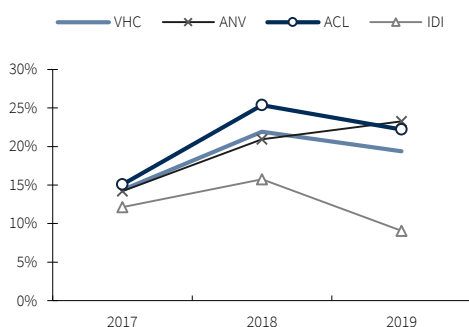


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Công nghệ hiện đại cải thiện biên lợi nhuận gộp

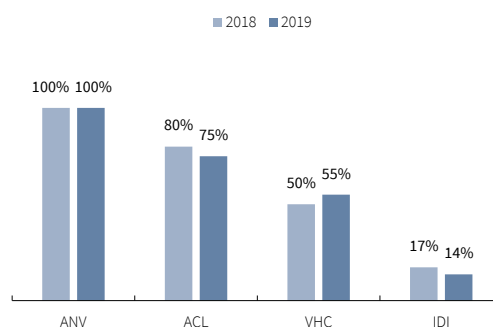
Vùng nuôi Bình Phú được trang bị công nghệ hiện đại, như hệ thống cho ăn tự động giúp giảm chi phí nhân công, hệ thống năng lượng mặt trời để giảm chi phí điện và thân thiện với môi trường. Biên lợi nhuận gộp của ANV đã đạt mức 23% vào năm 2019 và vượt trội so với các đối thủ cạnh tranh, khi vùng nuôi Bình Phú chỉ mới hoạt động và cung cấp 20,000 tấn cá nguyên liệu (khoảng 17% tổng sản lượng năm 2019).

Biểu đồ 78. Thủy sản Việt Nam – Biên lãi gộp của các doanh nghiệp cá tra lớn, 2017- 2019 (%)



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

Biểu đồ 79. Thủy sản Việt Nam – Tỷ lệ tự chủ nguyên liệu của các doanh nghiệp cá tra lớn, 2018-2019 (%)

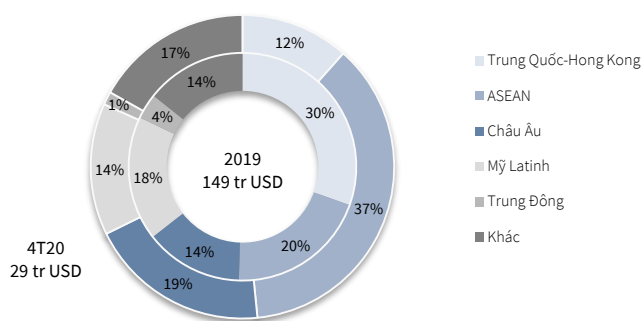


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Tăng thêm sản lượng để mở rộng thị trường

Sản lượng tăng thêm từ vùng nuôi Bình Phú sẽ giúp ANV mở rộng thị trường xuất khẩu, nhờ kiểm soát tốt giá thành và chuỗi sản xuất để tránh thuế chống bán phá giá và đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng toàn cầu. Nhiều ao nuôi hơn từ vùng nuôi mới giúp ANV đáp ứng tốt hơn yêu cầu về kích cỡ cá tra của các thị trường, với thị trường EU ưa thích cá tra philê cỡ nhỏ dưới 800g trong khi thị trường Trung Quốc chuộng cá tra cỡ lớn 1,200g. Chúng tôi kỳ vọng ANV sẽ tiếp tục mở rộng thị trường Trung Quốc khi mới chỉ gia nhập thị trường này từ năm 2018, sau đó đến thị trường EU và ASEAN. Việc trở lại thị trường Mỹ khó có thể diễn ra sớm trước năm 2022E do thủ tục xem xét thuế chống bán phá giá khá mất thời gian. Hơn nữa, chúng tôi cho rằng ANV sẽ xin cấp giấy chứng nhận chất lượng quốc tế cho vùng nuôi mới vào năm 2022E sau khi hoàn thiện vùng nuôi vào năm 2021E.

Biểu đồ 80. Nam Việt (ANV) – Cơ cấu doanh thu xuất khẩu theo thị trường, 2019-4T20 (triệu USD, %)

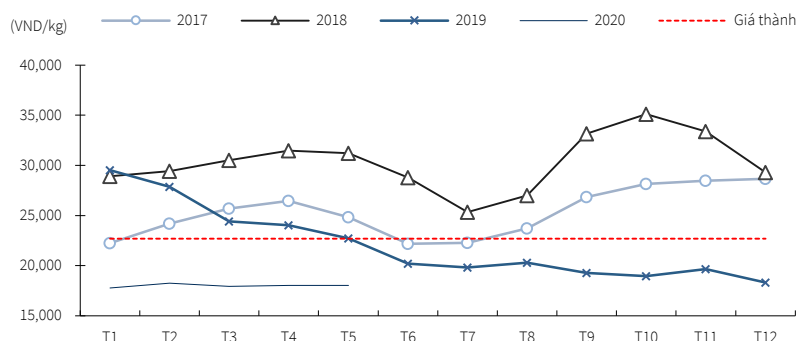


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Tự chủ cá nguyên liệu và cá giống nhằm giảm chi phí và rủi ro biến động giá xuất khẩu

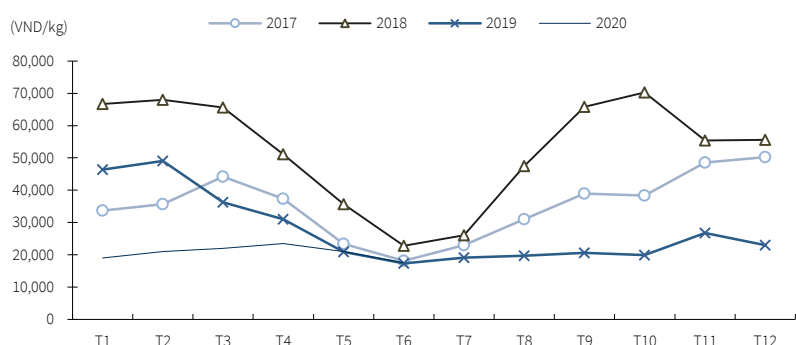
Chúng tôi kỳ vọng ANV sẽ tiếp tục chiến lược tự chủ 100% chuỗi sản xuất để ứng phó với biến động giá cá tra nguyên liệu. Sau khi giá cá nguyên liệu tăng kỷ lục vào năm 2018 lên mức 35,000 VND/kg do thiếu cá giống, các doanh nghiệp cá tra đã nhận ra tầm quan trọng của việc duy trì ổn định nguồn cung cá nguyên liệu. Vùng ương giống 150 ha thuộc dự án Bình Phú dự kiến tăng tỷ lệ tự chủ cá giống của ANV từ 30% năm 2019 lên 70% năm 2020E và 100% năm 2021E. Cá giống của ANV có giá thành khoảng 15,000 VND/kg (cỡ 30 con/kg) thấp hơn mức giá thành 20,000 VND/kg của nguồn bên ngoài, do tỷ lệ sống sót cao ở mức 3.5%-12.0% so với cá bên ngoài là 0.9%-5.0%.

Biểu đồ 81. Thủy sản Việt Nam – Giá cá tra nguyên liệu (kích cỡ 700g/con) & giá thành, T1/2017-T5/2020 (VND/kg)



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 82. Thủy sản Việt Nam – Giá cá tra giống (kích cỡ 30 con/kg), T1/2017-T6/2020 (VND/kg)



Nguồn: Agromonitor

Tự chủ về thức ăn nuôi cá nhưng cần mở rộng công suất chế biến cá tra

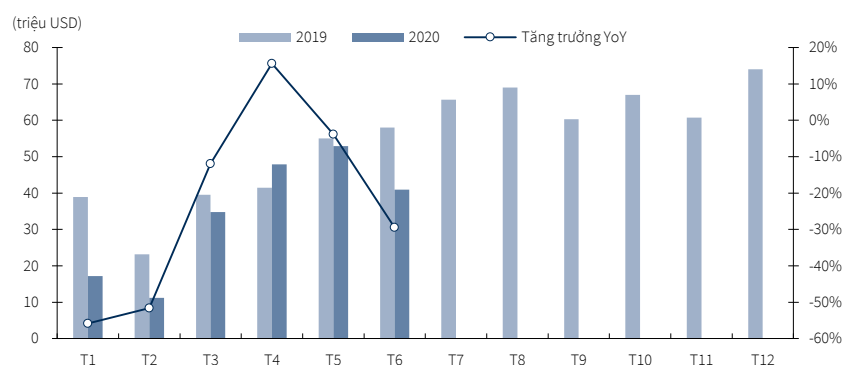
ANV tự chủ 100% nhu cầu thức ăn nuôi cá nhờ Navifeed, một công ty thuộc sở hữu của bên liên quan. Chi phí thức ăn chiếm khoảng 80% tổng giá thành, với tỷ lệ 1.45 kg thức ăn cho mỗi 1 kg cá trưởng thành. Navifeed có thể sản xuất 1,000 tấn thức ăn mỗi ngày, đủ để đáp ứng nhu cầu của ANV ngay cả khi vùng nuôi Bình Phú đi vào hoạt động. Tuy nhiên, ba nhà máy chế biến hiện có của ANV chưa thể xử lý hết được sản lượng cá tra tăng thêm từ vùng nuôi Bình Phú. Hiện ba nhà máy đang chạy ở mức 450-500 tấn/ngày, với công suất tối đa 600 tấn/ngày, và do vậy sẽ còn cần phải mở rộng công suất. Thiếu lao động trong ngành chế biến cá tra đang là vấn đề mà các doanh nghiệp cá tra phải đối mặt.

Bảng 10. Nam Việt (ANV) – Công suất nhà máy chế biến cá tra, 2019 (tấn/ngày)

	Mã số	Công suất
Ấn Độ Dương	DL 18	400
Nam Việt	DL 152	120
Thái Bình Dương	DL 384	80
Tổng cộng		600

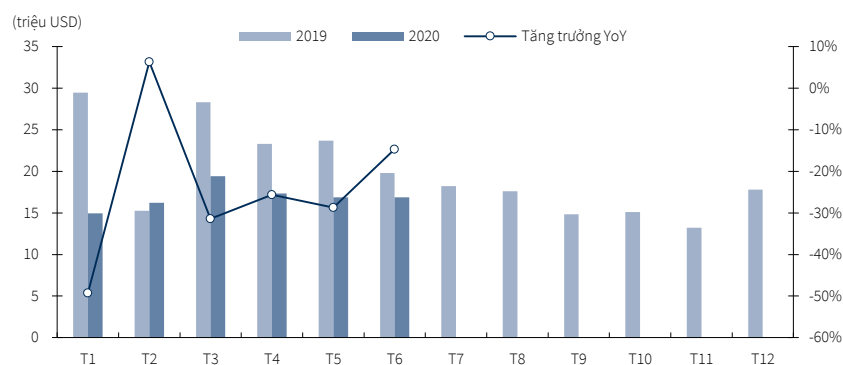
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 83. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc & tăng trưởng YoY hàng tháng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)



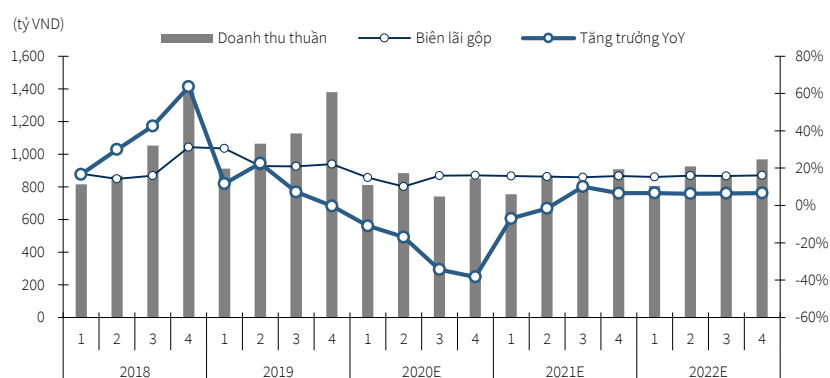
Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 84. 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 85. Nam Việt (ANV) – 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

Tập đoàn Minh Phú (MPC)

Hưởng lợi nhiều nhất từ đà tăng xuất khẩu tôm

12/08/2020

Chuyên viên phân tích Thủy sản
Nguyễn Thanh Danh
(+84) 354-358-427 danhnt@kbsec.com.vn

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

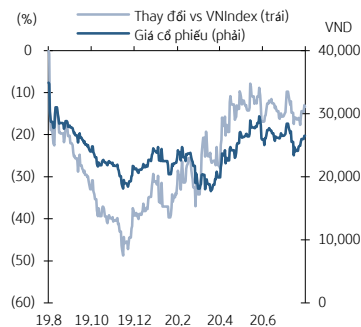
Giá mục tiêu	31,700 VND
Tổng mức sinh lời (%)	27.2%
Giá hiện tại (12/08/2020)	26,500 VND
Giá consensus	21,600 VND
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD228mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	50.1%
GTGD trung bình (3T)	USD0.13mn
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

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

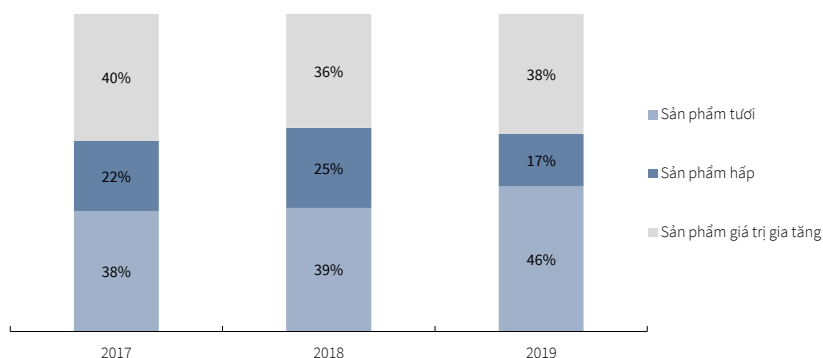
Chúng tôi kỳ vọng MPC sẽ tiếp tục giành thị phần tại thị trường Mỹ khi các đối thủ Trung Quốc đang bị áp thuế nhập khẩu cao do cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung. Thị phần tôm chế biến (mặt hàng chiếm 50-60% doanh thu của MPC) đã chuyển từ tôm Trung Quốc và Thái Lan sang tôm Ấn Độ, Indonesia và Việt Nam 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 11. 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

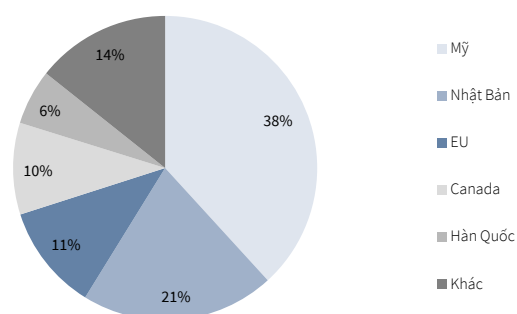
Biểu đồ 86. Minh Phú (MPC) – Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, 2017-2019 (%)



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 xẻ 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 87. Minh Phú (MPC) – Cơ cấu doanh thu theo thị trường, 2019 (%)

Nguồn: Báo cáo công ty

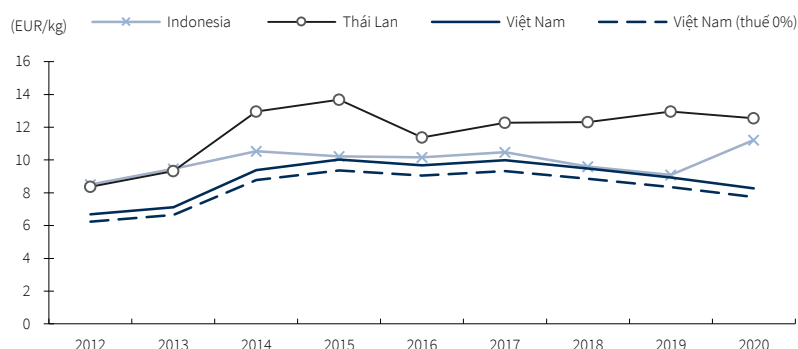
Tăng lợi thế cạnh tranh về giá tại thị trường EU khi EVFTA xóa bỏ thuế nhập khẩu

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 12. 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 88. Thủy sản EU – Giá nhập khẩu tôm chế biến sau thuế, 2012-2020 (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 tỉa 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 tỉa nhiều lần để tăng sản lượng và tỷ lệ sống sót

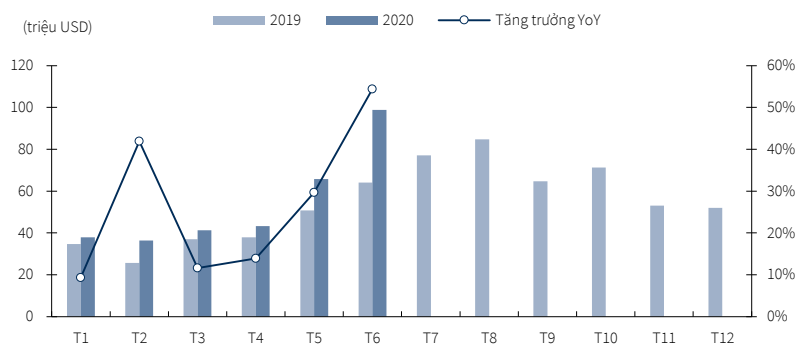
Mô hình nuôi “2-3-4” của MPC bao gồm: 1) “2” giai đoạn với giai đoạn 1 tôm giống được ương trong các hồ nhỏ trong 30 ngày và giai đoạn 2 sẽ chuyển sang nuôi trong các ao nuôi lớn hơn; 2) thu tỉa “3” lần, với 50% ao nuôi được thu hoạch sau 60 ngày (kích cỡ 65-70 con/kg), 45% ao được thu hoạch sau 85 ngày (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 13. Minh Phú (MPC) – So sánh mô hình truyền thống và mô hình “2-3-4”

Chỉ 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 tỉa 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 tỉa lần 1		1.3		
Thu tỉa lần 2		2.2		
Thu tỉa lần 3		3.5		
Tỷ lệ sống sót	%	90%	65%	
Chi phí mỗi tấn	triệu VND/tấn	137	143	-5%

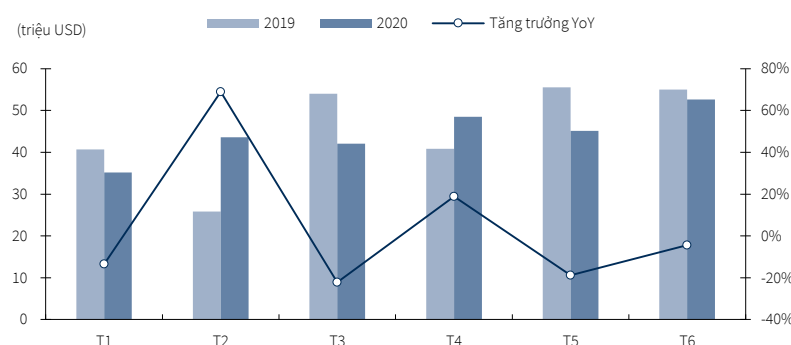
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 89. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu tôm sang Mỹ & tăng trưởng YoY hàng tháng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)



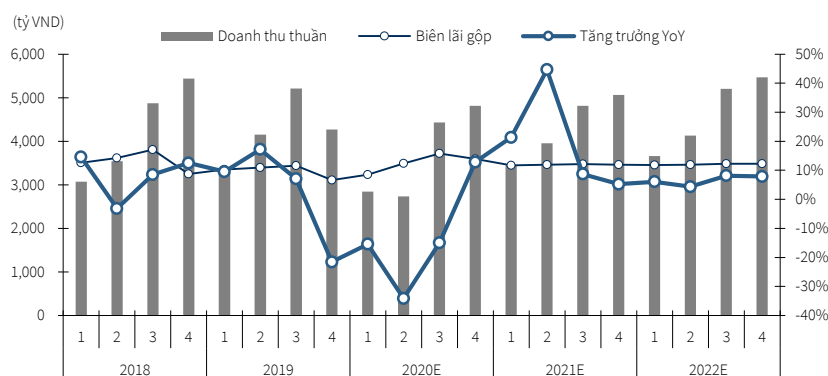
Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

Biểu đồ 90. 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 91. 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

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
Chỉ số hoạt động (%)	2019A	2020E	2021E	2022E	Vay ngắn hạn	2,222	3,204	3,304	3,604
Tăng trưởng doanh thu	0.4	(12.8)	16.6	6.8	Khoản dự trữ đặc biệt	36	51	51	51
Tăng trưởng EBIT	(44.6)	62.1	(0.4)	9.5	Nợ ngắn hạn khác	522	127	133	144
Tăng trưởng EBITDA	(38.6)	50.2	1.8	9.7	Nợ dài hạn	57	66	69	72
Tăng trưởng LN sau CĐTS	(37.3)	109.6	(4.7)	8.4	Khoản phải trả dài hạn	36	46	49	53
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.9	13.2	11.9	12.1	Vay dài hạn	0	0	0	0
Tỷ suất EBITDA	4.6	8.0	7.0	7.2	Nợ dài hạn khác	21	20	21	20
Tỷ suất EBIT	3.6	6.7	5.7	5.9	Vốn chủ sở hữu	5,022	5,600	5,880	6,193
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	2.9	7.0	5.7	5.8	Vốn góp	2,000	2,000	2,000	2,000
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.6	6.2	5.1	5.2	Thặng dư vốn cổ phần	2,361	2,341	2,341	2,341
					Cổ phiếu quỹ	(80)	(56)	(56)	(56)
Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E	Lãi chưa phân phối	346	923	1,203	1,516
Lãi trước thuế	445	914	874	947	Vốn và quỹ khác	277	278	278	278
Khấu hao TSCĐ	153	207	218	241	Lợi ích cổ đông thiểu số	118	113	113	113
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(14)	(100)	(42)	(42)	Tổng nợ & vốn	8,064	9,444	9,882	10,543
Thay đổi vốn lưu động	2,348	(2,089)	(268)	(170)					
(T)/G phải thu	507	(341)	(91)	(144)	Chỉ số chính (x, %, VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
(T)/G hàng tồn kho	1,780	(1,533)	(230)	(69)	Chỉ số định giá				
(T)/G TS ngắn hạn khác	17	(21)	(4)	(7)	P/E	10.5	5.7	6.0	5.6
(T)/G khoản phải trả	(262)	200	49	37	P/E pha loãng	10.4	5.7	6.0	5.5
(T)/G chi phí trả trước	(50)	1	1	2	P/B	1.1	0.9	0.9	0.9
(T)/G nợ ngắn hạn khác	356	(395)	7	10	P/S	0.3	0.4	0.3	0.3
Điều chỉnh khác HĐKD	(259)	38	(6)	(85)	EV/EBITDA	6.7	4.5	4.4	4.0
Lưu chuyển tiền HĐKD	2,354	(1,001)	777	970	EV/EBIT	8.7	5.4	5.4	4.9
Đầu tư ngắn hạn	(887)	963	(630)	(265)	Tỷ suất cổ tức (%)	15.4	7.6	11.3	12.1
Đầu tư tài sản cố định	(287)	(234)	(201)	(214)	Lãi cơ bản/cp (EPS)	2,531	4,619	4,403	4,771
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	Giá trị sổ sách/cp (BVPS)	25,110	28,001	29,400	30,965
Đầu tư vào công ty con	(63)	(9)	(4)	(4)	Doanh thu/cp (SPS)	97,582	74,129	86,443	92,289
Tài sản khác	(37)	(32)	(10)	(16)	Cổ tức/cp (DPS)	4,090	2,012	3,000	3,200
Điều chỉnh khác HĐĐT	(709)	123	142	144	Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	184.1	43.1	67.5	66.4
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	(1,984)	811	(704)	(355)	Chỉ số khả năng sinh lời				
Dòng tiền tự do	2,067	(1,235)	575	756	ROE	10.1	17.4	15.3	15.8
T/(G) vay dài hạn	(1,190)	0	0	0	ROA	5.1	10.6	9.1	9.3
T/(G) vay ngắn hạn	(1,156)	982	100	300	ROIC	12.1	19.1	17.3	17.4
Nợ phải trả khác	(1)	(1)	1	(1)	Cấu trúc tài chính				
T/(G) vốn CSH	2,961	(20)	0	0	Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	60.6	68.6	68.1	70.2
Cổ tức đã trả	(812)	(398)	(594)	(634)	Vay ròng/Vốn CSH	31.8	39.5	48.1	47.5
Trừ: thay đổi vốn CSH	(1,296)	83	(0)	(0)	TS thanh toán hiện thời	2.1	2.0	2.1	2.1
Điều chỉnh khác HĐTC	1,301	(90)	(95)	(97)	TS khả năng trả lãi vay	4.0	10.6	11.2	11.5
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	(193)	556	(588)	(432)	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền trong kỳ	178	365	(515)	183	Hệ số vòng quay tài sản	2.0	1.7	1.8	1.8
Tiền đầu kỳ	448	625	991	476	Hệ số vòng quay phải thu	10.3	9.4	9.7	9.7
Tiền cuối kỳ	625	991	476	659	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

KHOỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

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

Chuyên viên Phân tích Vĩ 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
conglgt@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@kbfg.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.