

**RONGVIET**  
SECURITIES



# **BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH**

**6 THÁNG CUỐI NĂM**



**RONGVIET**  
SECURITIES



# NGÀNH THỦY SẢN

XUẤT KHẨU ĐANG DẦN PHỤC HỒI



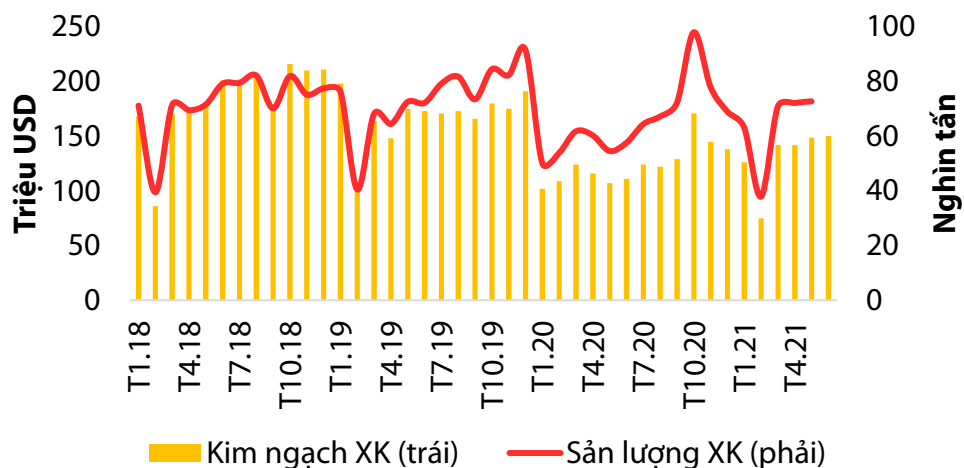
Nguyễn Hồng Loan – [loan.nh@vdsc.com.vn](mailto:loan.nh@vdsc.com.vn)



**Thị trường Mỹ dẫn đầu đà tăng trưởng xuất khẩu cá tra**

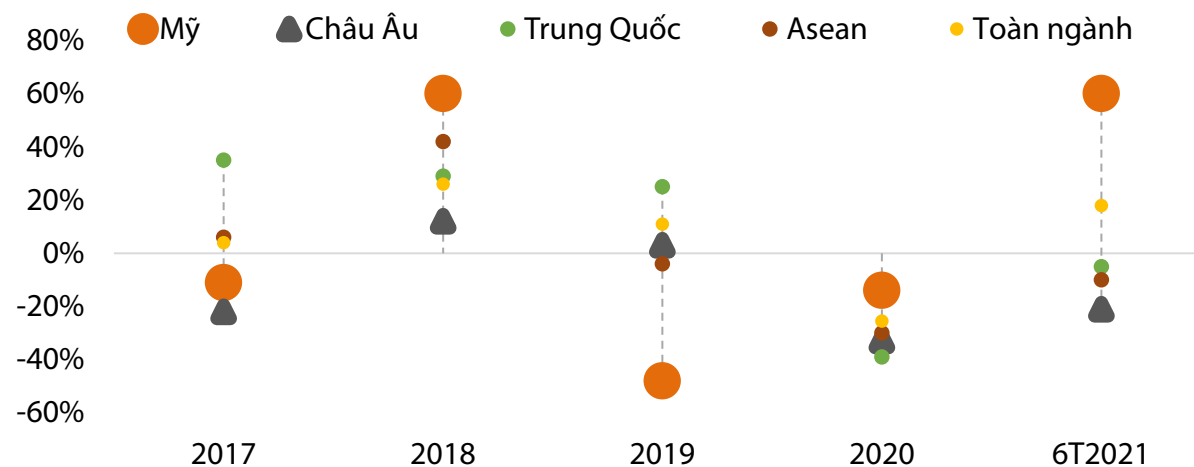
- Trong 6T2021, kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam tăng 18% YoY đạt 788 triệu USD, nhờ nhu cầu dịch vụ ăn uống của Mỹ phục hồi sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại. Theo Bộ Công Thương, sản lượng xuất khẩu đã trở lại mức trước đại dịch COVID, tăng 19% YoY trong khi giá bán trung bình giảm nhẹ 2% YoY.
- Kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ tăng vọt 58% YoY đạt 169 triệu USD trong 6T2021. Ngược lại, thị trường EU và Trung Quốc lần lượt ghi nhận 58 triệu USD (-18% YoY) và 207 triệu USD (-0,7% YoY). Xuất khẩu sang EU giảm mạnh trong 6T2021 do nhu cầu tiêu thụ cá thịt trắng thấp trong bối cảnh dịch vụ ăn uống phục hồi chậm (nhập khẩu cá trắng của EU trong 6T2021 giảm 17% YoY). Xuất khẩu sang Trung Quốc phải đối mặt với các yêu cầu kiểm soát và kiểm tra chặt chẽ hơn liên quan đến COVID-19 đối với nhập khẩu thực phẩm đông lạnh. Các thị trường nhỏ (Mexico, Brazil, Thái Lan, Columbia, Nga) chiếm 2,5-4% kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng hai con số trong nửa đầu năm 2021.

**Hình 1: Kim ngạch và sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam**



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Tăng trưởng kim ngạch XK cá tra Việt Nam theo thị trường (YoY)**

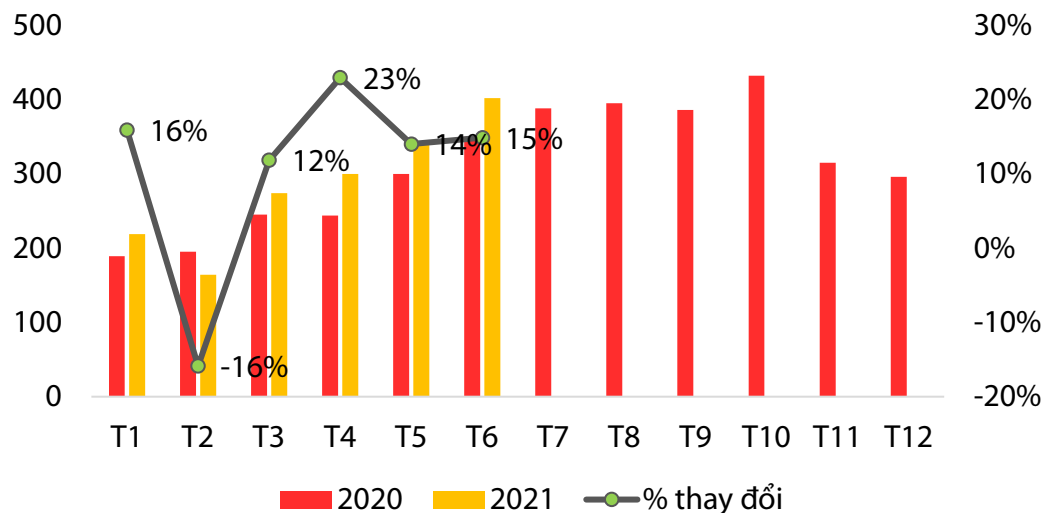


Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

## Xuất khẩu tôm duy trì đà tăng

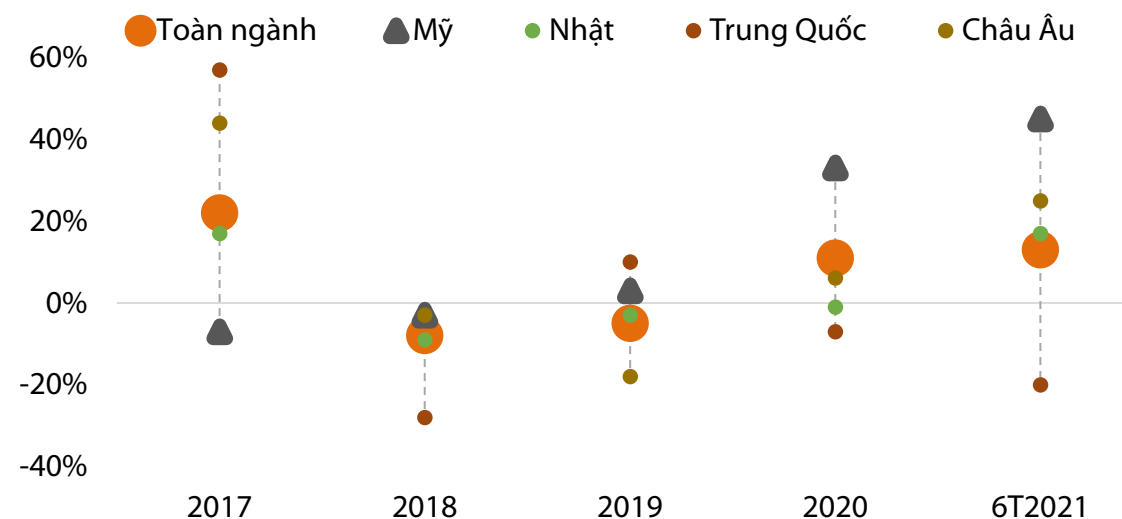
- Theo VASEP, kim ngạch xuất khẩu tôm 6T2021 ghi nhận 1,7 tỷ USD, tăng 13% YoY.
- Kim ngạch xuất khẩu tôm tại thị trường Mỹ trong 6T2021 tăng mạnh 36% YoY đạt 449 triệu USD nhờ sự phục hồi ở cả kênh bán lẻ và dịch vụ ăn uống. Thị trường châu Âu và Nhật Bản cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực, tăng lần lượt 27% và 5% YoY. Ở chiều ngược lại, xuất khẩu tôm sang Trung Quốc chứng kiến mức giảm 20% YoY do những yêu cầu kiểm tra nghiêm ngặt liên quan đến COVID-19 đối với thủy sản đông lạnh.

### Hình 3: Kim ngạch xuất khẩu tôm của Việt Nam (triệu USD)



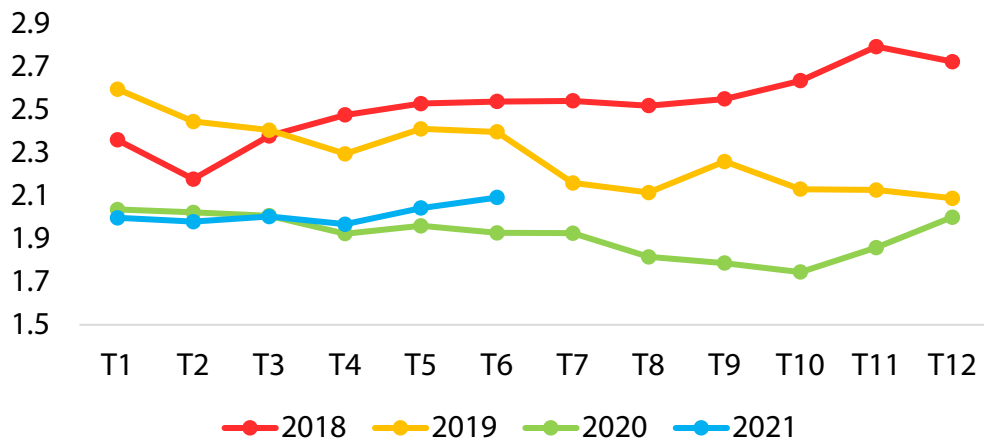
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

### Hình 4: Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu tôm theo thị trường (YoY)



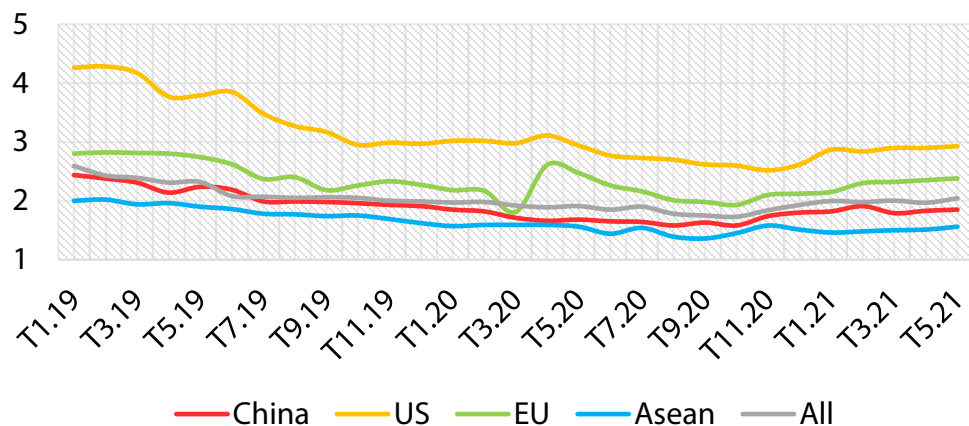
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá xuất khẩu bình quân cá tra Việt Nam (USD/kg)



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Giá bán TB cá tra Việt Nam theo thị trường (USD/kg)



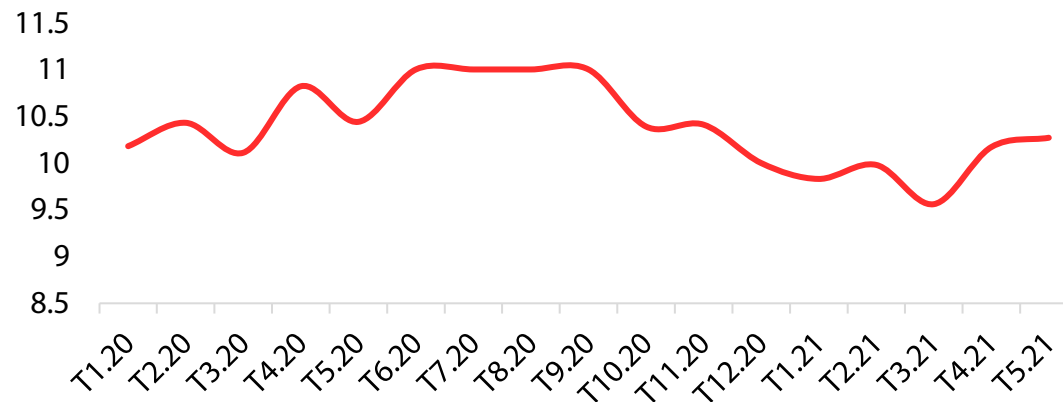
Nguồn: ITC, Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

Giá bán đang chịu áp lực

Giá bán trung bình cá tra phi lê (ASP) 6T2021 đạt 2,0 USD/kg, nhích nhẹ 2% YoY. Mặc dù sản lượng xuất khẩu phục hồi mạnh mẽ, ASP vẫn chưa đạt được mức trước dịch do ngân sách tiêu dùng hạn chế trong bối cảnh tác động của COVID-19.

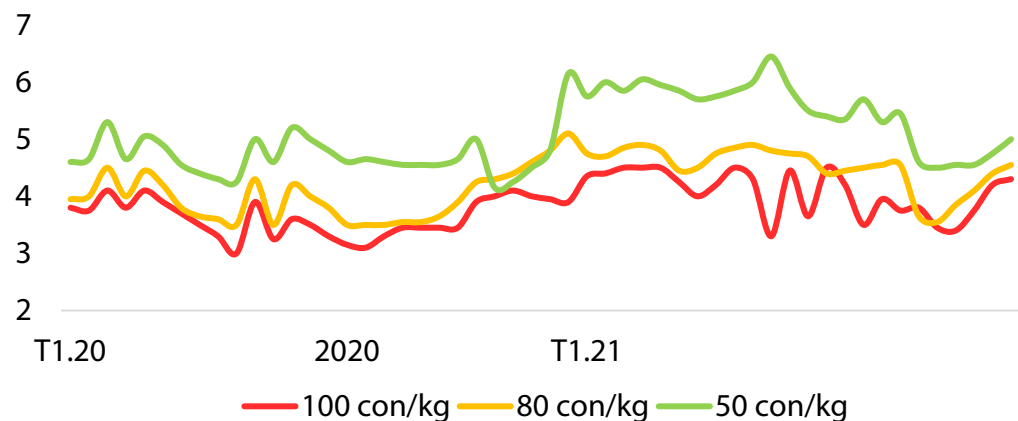
Tương tự, giá bán trung bình tôm cũng thấp hơn mức trung bình năm 2020 do nguồn cung tôm dồi dào ở Đồng bằng sông Cửu Long và giá xuất khẩu thấp của các nước khác trong bối cảnh COVID-19.

Hình 7: Giá bán trung bình tôm Việt Nam tại Mỹ (USD/kg)



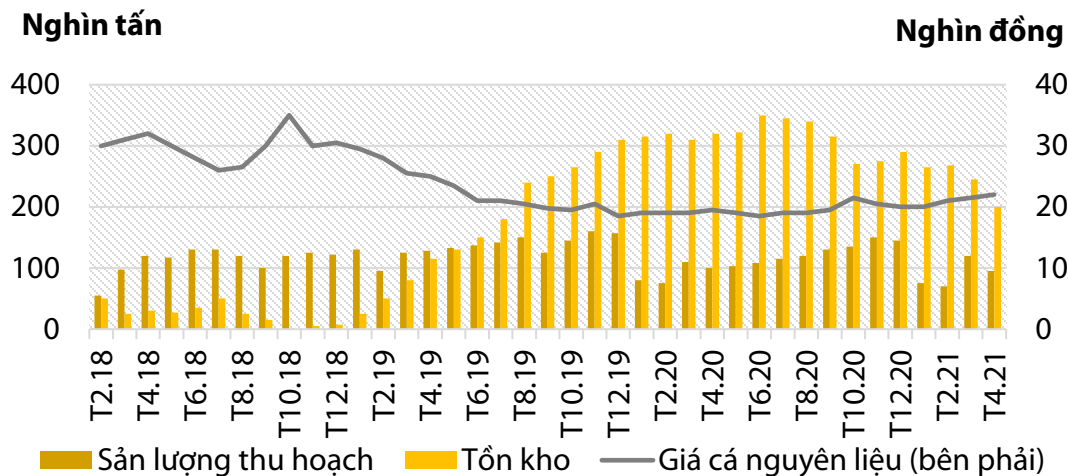
Nguồn: Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Giá tôm nguyên liệu (USD/kg)



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Sản lượng nuôi, tồn kho và giá cá tra nguyên liệu



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

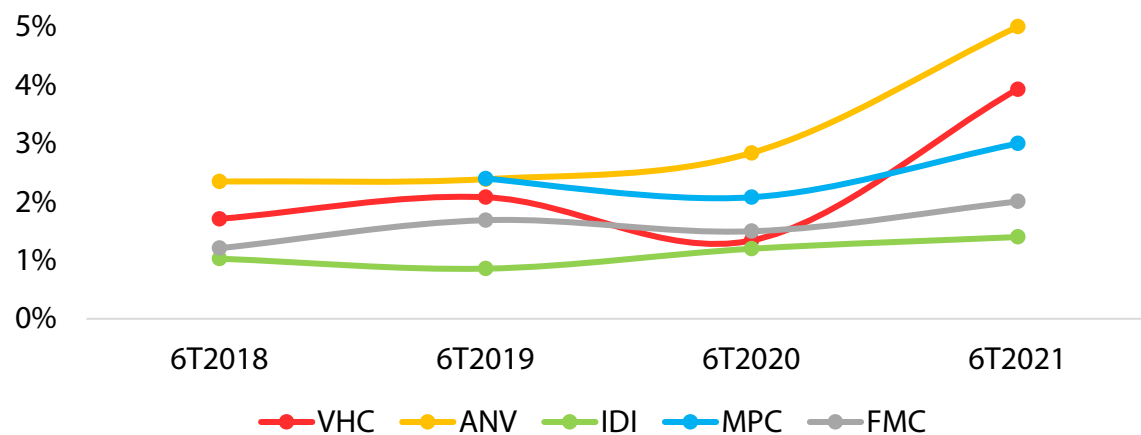
Giá bán cá tra nguyên liệu tăng, nguyên nhân do:

- Nguồn cung cá tra của Việt Nam tăng chậm so với nhu cầu hồi phục.
- Giá thức ăn chăn nuôi tăng cao do giá hàng hóa tăng (đậu nành, bắp) tiếp tục thu hẹp diện tích canh tác mới, dẫn đến nguồn cung nguyên liệu bị thu hẹp.

Chi phí logistics là điểm nghẽn trong phục hồi lợi nhuận

Theo VASEP, chi phí logistics của các công ty thủy sản đã tăng 5-7 lần, đặt áp lực lên biên lợi nhuận. Theo AgroMonitor, các nhà xuất khẩu thủy sản Việt Nam đến Mỹ đã tăng hợp đồng theo điều khoản CFR (chiếm 75% của tổng kim ngạch xuất khẩu) thay vì chủ yếu là FOB như thường lệ.

Hình 10: Chi phí logistics/doanh thu của các công ty thủy sản



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Xu hướng giá cá thịt trắng toàn cầu, 03/2020 & 03/2021**

Giống	Nguồn	Sản phẩm	2020	2021	%thay đổi
Alaska Pollock	Mỹ	Frozen fillets	3,08	2,88	-7%
Atlantic Cod	Na Uy	Fresh Whole	3,69	3,08	-17%
Pacific Cod	Nga	Frozen Whole	2,22	2,22	0%
Tilapia	TQ	Frozen fillets	2,57	2,64	3%
Pangasius	Việt Nam	Frozen fillets	1,58	1,65	4%

\*Tất cả giá tính theo EUR/kg  
 Nguồn: Kontali, NASF, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Triển vọng xuất khẩu trong 2H 2021 của các công ty thủy sản theo thị trường**

	Mỹ	EU	Trung Quốc	Nhật Bản	ASEAN
VHC	X	X	X		
ANV		X	X		X
MPC	X	X		X	
FMC	X	X		X	

X: doanh thu xuất khẩu ≥ 10% doanh thu của công ty

Nguồn: CTCK Rồng Việt



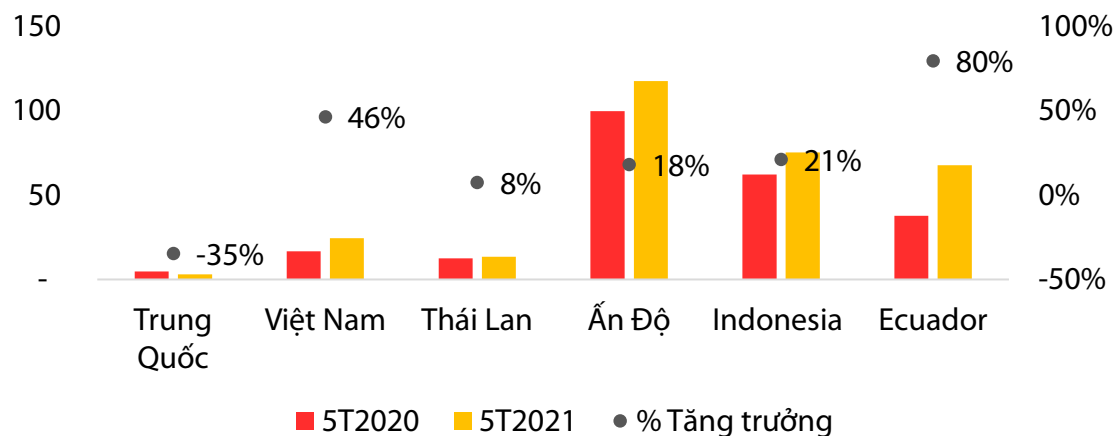
### Thị trường Mỹ duy trì điểm sáng

- **Mỹ:** Mặc dù các ca nhiễm COVID mới gia tăng có thể làm giảm nhu cầu dịch vụ ăn uống, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng Mỹ sẽ tiếp tục dẫn đầu tăng trưởng xuất khẩu thủy sản trong nửa cuối năm 2021 do việc triển khai tiêm vắc xin thành công. Ngoài ra, giá bán cá tra sang thị trường Mỹ đang phục hồi mạnh.
- **Trung Quốc:** Kiểm tra chặt chẽ hơn liên quan đến COVID-19 của Trung Quốc đối với nhập khẩu thực phẩm đông lạnh sẽ làm trì hoãn xuất khẩu thủy sản. Chúng tôi lo ngại rằng vấn đề này sẽ tiếp tục diễn ra trong nửa cuối năm 2021 do các đợt bùng phát COVID nghiêm trọng mới.
- **Châu Âu:** Giá bán trung bình cá tra thấp do xuất khẩu cá tra của Việt Nam phải cạnh tranh gay gắt với nhiều loại sản phẩm cá thịt trắng đang giảm giá. Theo Kontali, sản lượng cá thịt trắng năm 2021 dự kiến đạt 13 triệu tấn, tăng 4% YoY trong khi nhập khẩu cá trắng của EU giảm 17% YoY trong 6T2021.

### Việc thực hiện phong tỏa ở Việt Nam tác động tiêu cực lên sản xuất và logistic trong nước

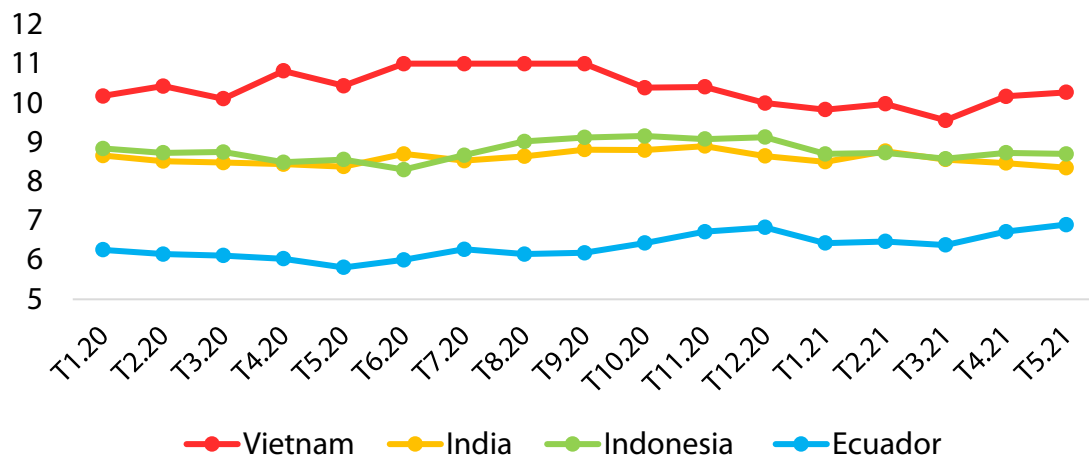
- Sự bùng phát COVID tại Việt Nam đã khiến nhiều nhà máy thủy sản bị ngừng hoạt động.
- Logistics trong nước được thắt chặt để kiểm soát COVID, gây ra chậm trễ trong các chuyến hàng.

Hình 11: Sản lượng xuất khẩu tôm sang Mỹ theo quốc gia (nghìn tấn)



Nguồn: NOAA, Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Giá bán trung bình tại Mỹ (USD/kg)



Nguồn: NOAA, Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

**Hưởng lợi từ khó khăn của các đối thủ cạnh tranh**

- Bộ Thương mại Mỹ (DOC) vừa công bố kết quả thuế quan chống bán phá giá sơ bộ, theo đó tôm Ấn Độ sẽ bị đánh thuế ở mức kỷ lục 7,57%. Thuế chống bán phá giá này sẽ tạo điều kiện cho tôm Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh về giá bán.
- Nguồn cung tôm của Ấn Độ đã bị suy giảm bởi COVID-19, mở ra cơ hội cho tôm Việt Nam để thay thế sự thiếu hụt của Ấn Độ.

**Giá bán tăng nhanh hơn giá tôm nguyên liệu**

Theo AgroMonitor, giá tôm nguyên liệu dự kiến sẽ đi ngang do sản lượng tôm dồi dào. Với sự thiếu hụt nguồn cung đối với tôm Ấn Độ, chúng tôi kỳ vọng giá bán tôm của Việt Nam và biên lợi nhuận của các nhà sản xuất sẽ tăng trong 6 tháng cuối năm năm 2021.

**Thay đổi hành vi của người tiêu dùng đối với các sản phẩm tôm chế biến**

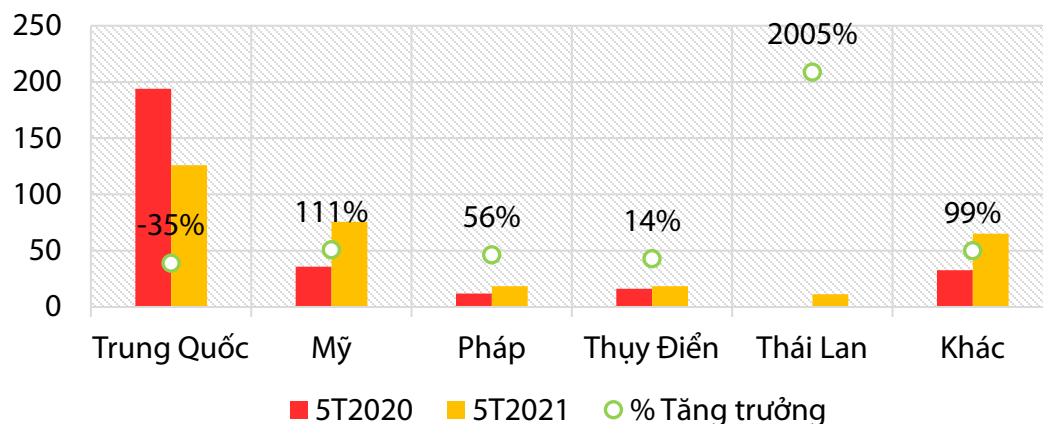
Per McKinsey, người tiêu dùng Mỹ và EU có xu hướng duy trì nấu ăn ở nhà nhiều hơn sau đại dịch, dẫn đến nhu cầu thực phẩm đóng gói và chế biến sẵn gia tăng. Tôm chế biến là lợi thế cạnh tranh của Việt Nam, từ đó hưởng lợi từ nhu cầu tăng lên. (Đọc báo cáo: [ở đây](#))

**Bảng 3: Kết quả cá tra POR16**

	POR 13	POR 14	POR 15	POR 16
VHC	0,00	0,00	0,00	0,00
ANV	2,39	2,39	2,39	0,00
Bien Dong	0,19	0,19	0,19	0,19
Van Duc Tien Giang	2,39	2,39	2,39	0,09
NTSF	3,87	1,37	0,15	0,15
Can Tho Seafood	2,39	2,39	0,15	0,15
Nationwide	2,39	2,39	2,39	2,39

Nguồn: The Federal Register, CTCK Rông Việt

**Hình 13: Sản lượng xuất khẩu tôm của Ecuador (nghìn tấn)**



Nguồn: Camara Nacional de Acuicultura, VASEP, CTCK Rông Việt

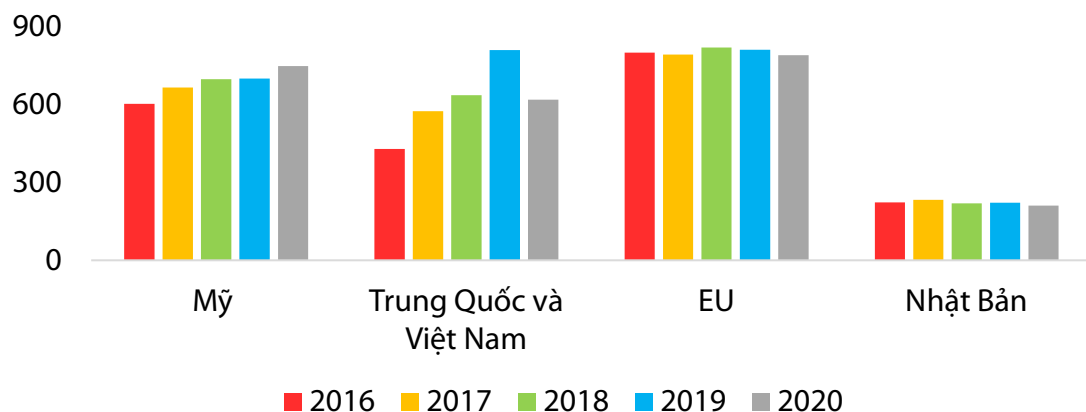
**Cá tra: Thuế chống bán phá giá làm tăng sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam**

- Theo kết quả POR16, VHC và ANV được áp dụng mức thuế chống bán phá giá là 0,00 USD/kg. Trong đó, mức miễn thuế của ANV được tham chiếu từ bị đơn bắt buộc - VHC mà không cần kiểm tra riêng lẻ. Đây là cơ hội lớn để ANV tái gia nhập thị trường Mỹ.
- Nếu các POR tiếp theo tiếp tục tạo điều kiện cho các nhà xuất khẩu khác của Việt Nam vào thị trường Hoa Kỳ, vị thế độc quyền của VHC và Biển Đông (chiếm ~ 90% thị phần) tại thị trường này sẽ bị đe dọa.

**Tôm: Tăng trưởng xuất khẩu sang Mỹ bị đe dọa bởi tôm của Ecuador**

- Do sự sụt giảm xuất khẩu sang Trung Quốc, các nhà xuất khẩu của Ecuador chuyển sang thị trường Hoa Kỳ. Trong 5T-2021, sản lượng xuất khẩu tôm của Ecuador sang Mỹ tăng vọt 111% YoY trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 35% YoY.
- Ecuador bắt đầu lấn sân sang tôm chế biến bằng cách xuất khẩu tôm nguyên con sang Thái Lan để chế biến lại. Với lợi thế giá rẻ, giá tôm chế biến lại thậm chí còn thấp hơn cả tôm của Thái Lan.

Hình 14: Nhập khẩu tôm của các thị trường lớn (nghìn tấn)



Nguồn: ITC, Hải quan Trung Quốc, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Các dự án đầu tư của các công ty thủy sản

	Dự án	Năm	Mục đích
ANV	Vùng nuôi Bình Phú	2021	Cải thiện chất lượng XK sang châu Âu và Mỹ
VHC	Mở rộng nhà máy collagen & gelatin	2020	Mục tiêu trở thành doanh nghiệp F&B – sức khỏe
	Khu nông – thủy sản công nghệ cao	2023	
MPC	Các nhà máy chế biến và GTGT Trại tôm công nghệ cao 2-N-4	2022	Tăng công suất sản xuất
FMC	Mở rộng hồ nuôi tôm lên 370 ha	2021	Tăng tỷ lệ tự cung 30%
	Xây dựng nhà máy chế biến mới	2022	Tăng công suất

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

**Tháo gỡ nút thắt chi phí logistic, lợi nhuận của các công ty thủy sản sẽ bật tăng trở lại**

Chúng tôi kỳ vọng chi phí logistic có thể hạ nhiệt từ 4Q-FY21 để thúc đẩy sự phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ hơn của ngành thủy sản vào năm 2022.

**Nhiều dư địa xuất khẩu tôm sang Trung Quốc và Mỹ**

- **Trung Quốc:** Dân số đông, văn hóa ẩm thực ăn hải sản, sản xuất trong nước giảm là những dấu hiệu cho thấy tiềm năng xuất khẩu của Việt Nam.
- **Hoa Kỳ:** Sự phổ biến của dịch vụ thực phẩm Hoa Kỳ, ưa thích các sản phẩm tôm chế biến và sản phẩm giá trị gia tăng.

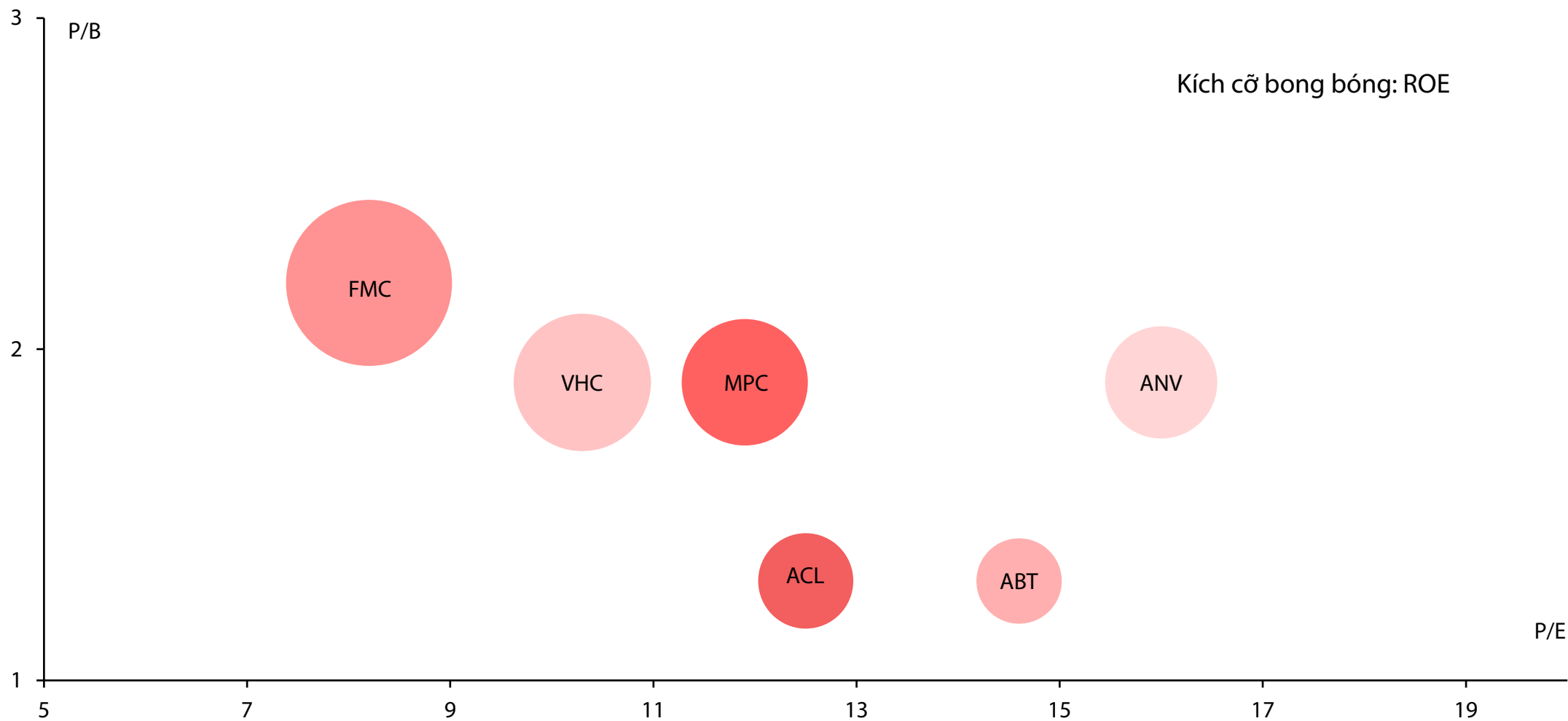
**Dư địa dồi dào để hưởng lợi từ EVFTA**

- Thuế cá tra chế biến sẽ giảm từ 7% xuống 0% trong vòng 8 năm. Thuế tôm nguyên liệu sẽ giảm ngay từ 4,2% xuống 0%.
- Hưởng lợi từ cá tra nguyên liệu và tôm chế biến có thể không đáng kể.

**Đẩy nhanh các dự án đầu tư để nắm bắt cơ hội sau đại dịch**

Mã CP	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng Doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E hiện tại (lần)	P/B hiện tại (lần)
<b>ACL</b>	571	N/A	5,80	2,54	11,42	4,41	24,19	4,02	2,87	6,54	0,00	12,51	0,80
<b>ANV</b>	3.432	N/A	-16,10	-29,75	10,26	6,13	-49,77	6,07	4,49	8,98	3,70	16,04	1,42
<b>FMC</b>	2.166	40.500	35,26	-26,87	4,36	5,11	7,33	4,97	11,49	19,69	6,80	8,22	1,66
<b>VHC</b>	7.387	45.000	7,18	-8,20	12,10	10,57	-13,08	9,15	9,80	13,49	4,93	10,26	1,36
<b>ABT</b>	313	N/A	-5,56	124,12	5,03	7,55	-33,23	7,45	4,00	5,19	3,70	14,55	0,75

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<TÍCH LŨY: 13%>

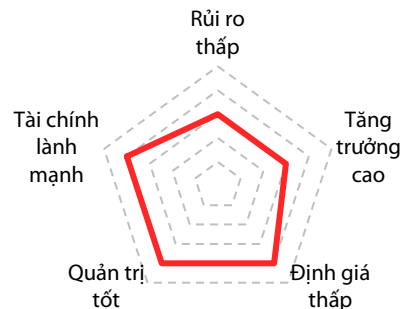
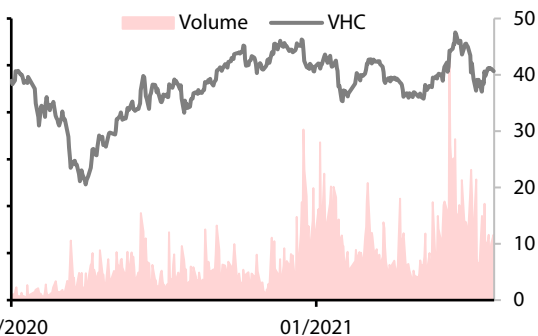
<GTT: 40.600>

<GMT: 45.000>

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



Ngành	Thủy sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.383
SLCPĐLH (triệu cp)	182
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.538
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	64,1
SH NĐTNN còn lại (%)	77,6
BĐ giá 52 tuần (đồng)	35-47,5

Doanh thu (tỷ đồng)	7.037	8.668	9.528
LNST (tỷ đồng)	705	738	808
ROA (%)	9,8%	9,3%	10,3%
ROE (%)	13,6%	13,5%	14,8%
EPS (đồng)	3.844	3.991	4.951
GTSS (đồng)	28.225	29.236	33.618
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	1.000	1.000
P/E (x) (*)	10,8	11,3	9,1
P/B (x) (*)	1,5	1,5	1,3

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Xuất khẩu cá tra đang phục hồi

- Doanh thu xuất khẩu phi lê tăng 17% YoY trong 6T2021 chủ yếu nhờ nhu cầu của thị trường Mỹ phục hồi sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu phi lê sẽ tiếp tục tăng trưởng khả quan trong giai đoạn 2022F-2023F do đã hoàn toàn bước vào chu kỳ tăng trưởng mới của ngành cá tra. Ngoài vị thế gần như độc quyền tại thị trường Mỹ, thị trường Trung Quốc vẫn còn dư địa để VHC đẩy mạnh doanh thu phi lê do tiềm năng tiêu thụ lớn và sản lượng trong nước giảm. Chúng tôi dự báo doanh thu từ phi lê sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 6% trong giai đoạn 2021F-2023F.

### Chi phí vận chuyển tăng làm chậm đà phục hồi lợi nhuận

- Mặc dù doanh thu hồi phục mạnh mẽ nhưng LNST 6T2021 chỉ tăng 4% YoY do chi phí logistic tăng cao. Chúng tôi kỳ vọng giá cước có thể đạt đỉnh vào quý 4/2021, sau đó giảm nhẹ dần trong nửa đầu 2022 nhờ việc triển khai vắc xin thành công sẽ giúp thương mại toàn cầu trở nên cân bằng hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LNST của VHC sẽ tăng trở lại vào năm 2022F-2023F.
- Bên cạnh chi phí vận chuyển, giá nguyên liệu đầu vào tăng do nguồn cung cá tra thiếu hụt và giá thức ăn chăn nuôi tăng cũng sẽ gây áp lực lên biên lợi nhuận năm 2021. Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu của VHC là 8.688 tỷ đồng (+ 23% YoY) và LNST là 738 tỷ đồng (+ 5% YoY).

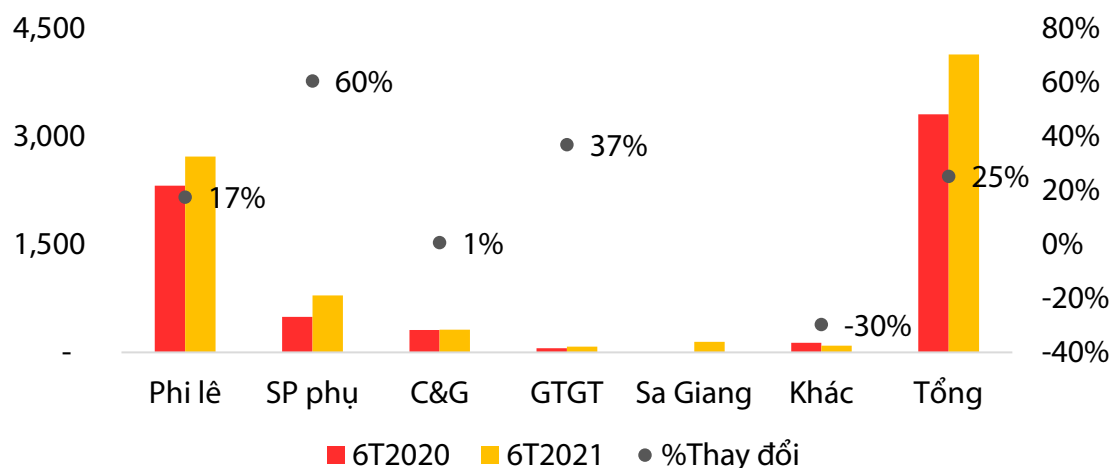
### Collagen & gelatin và các mảng mới sẽ tạo động lực tăng trưởng trong những năm tới

- Lợi nhuận của C&G năm 2021 có thể đi ngang do nhu cầu yếu và cạnh tranh với các sản phẩm rẻ hơn như collagen bò và lợn. Bất chấp những gián đoạn tạm thời này, triển vọng dài hạn của C&G vẫn sáng nhờ: (1) thị phần vẫn còn nhỏ, (2) chuyển sở thích của người tiêu dùng sang collagen cá và (3) khả dụng sinh học vượt trội giúp giá bán cao hơn các loại collagen khác. Do mảng phi lê có dấu hiệu bão hòa tại thị trường Mỹ, C&G và các mảng mới (Sa Giang, thức ăn cho cá, trái cây, v.v.) sẽ ổn định và tăng dần biên lợi nhuận trong dài hạn.

### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giãn cách xã hội kéo dài gây ảnh hưởng đến sản xuất và nhu cầu tiêu thụ cá tra từ các thị trường nhập khẩu.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu 6T2021 theo sản phẩm (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

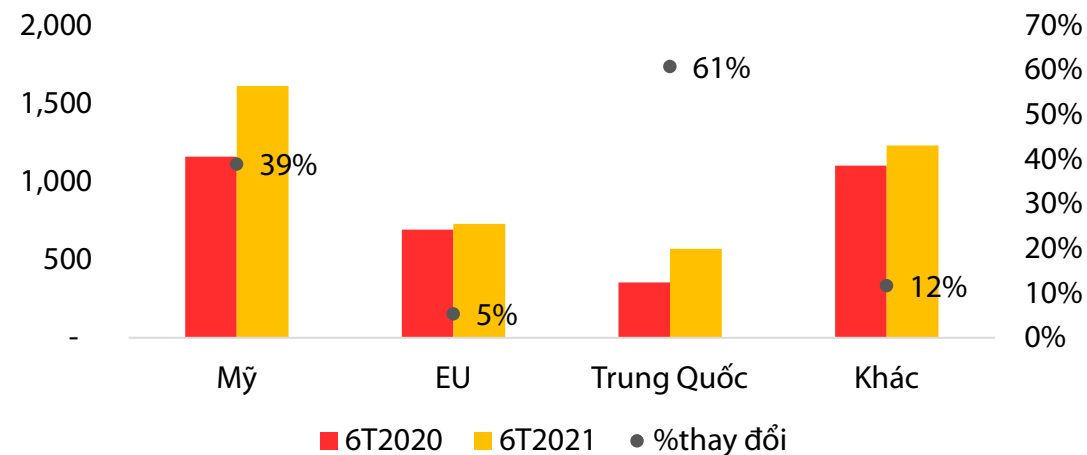
**Cá tra phi lê và sản phẩm phụ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu**

- Doanh thu từ phi lê tăng 17% YoY, đạt 2.718 tỷ đồng. Sản lượng xuất khẩu tăng 25% YoY trong khi giá bán trung bình giảm 7% YoY ở mức 2,9 USD / kg.
- Doanh thu từ sản phẩm phụ tăng 60% YoY. Ngược lại, doanh thu của C&G đi ngang do cạnh tranh gay gắt và nhu cầu yếu.

**Chi phí vận chuyển tăng mạnh gây áp lực biên lợi nhuận**

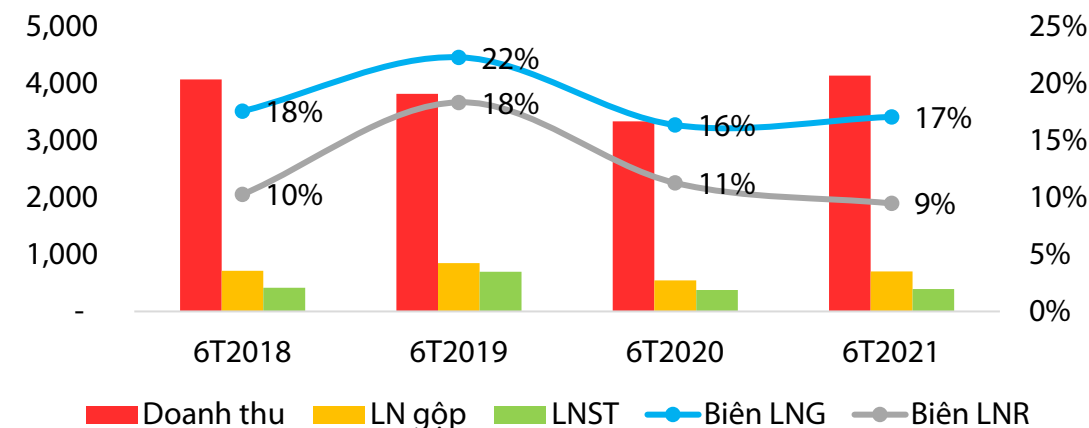
- Chi phí vận chuyển tăng mạnh 208% YoY. Tỷ lệ chi phí vận chuyển/doanh thu ở mức 3.9%.
- LNST chỉ tăng 4% YoY đạt 392 tỷ đồng.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu 6T2021 theo thị trường (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Doanh thu và LNST 6T2021 (tỷ đồng)



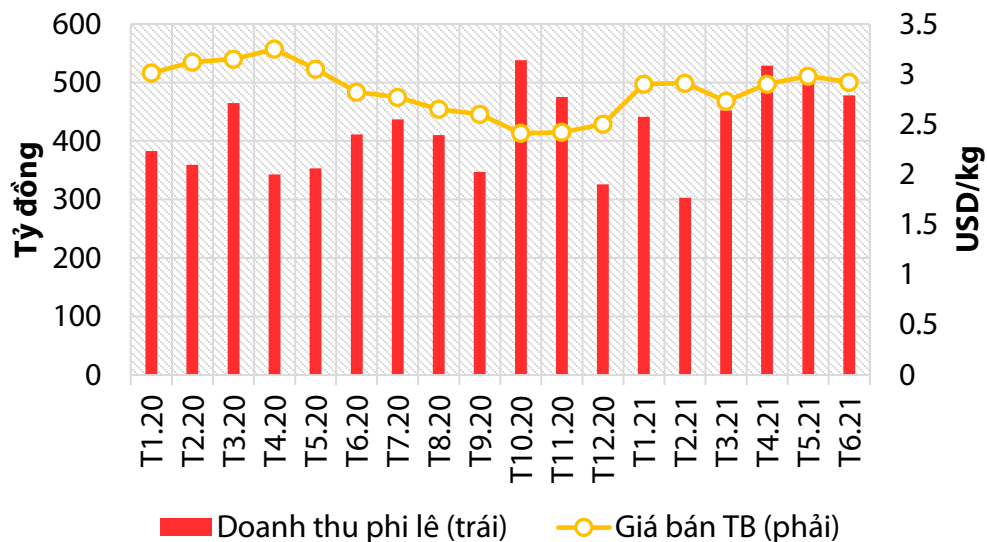
Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Dự phóng 2H2021**

	VNDbn	+/- (hoh)	+/- (yoy)
<b>Doanh thu</b>	4.537	10%	21%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	651	-8%	43%
<b>EBIT</b>	374	-10%	30%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	346	-12%	5%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Doanh thu phi lê hàng tháng của VHC và giá bán TB**

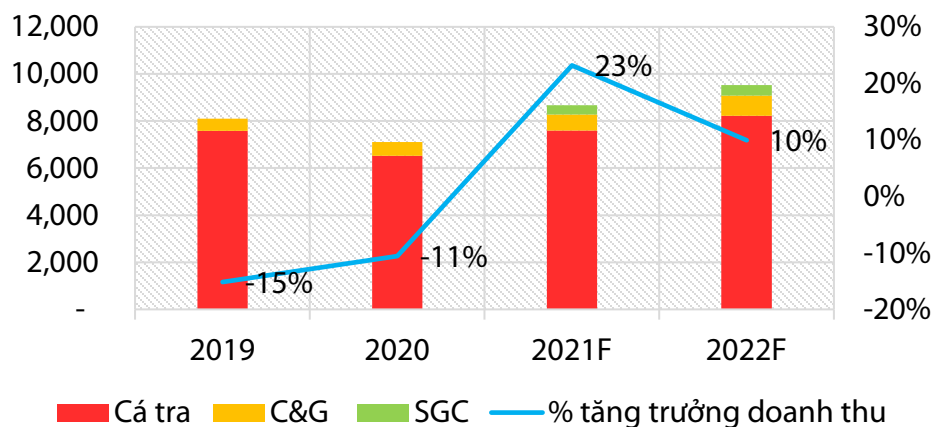


Nguồn: VHC, AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

**Giả định chính cho dự phóng 2H2021:**

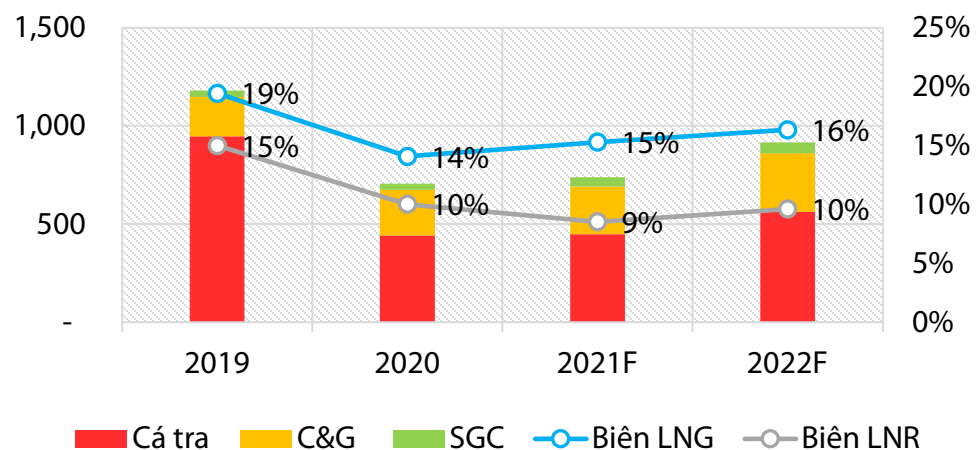
- Sản lượng xuất khẩu phi lê và giá bán bình quân trong 6T2021 lần lượt tăng 3% YoY và 19% YoY, dẫn đến doanh thu phi lê tăng 22% YoY. Chúng tôi lo ngại rằng giãn cách xã hội ở Việt Nam sẽ trì hoãn một phần các đơn hàng xuất khẩu có thể ảnh hưởng đến doanh thu quý 3/2021. Hơn nữa, COVID-19 đang tăng trở lại tại Mỹ có thể làm giảm nhu cầu dịch vụ ăn uống bên ngoài.
- Doanh thu C&G đạt 361 tỷ đồng, tăng 33% YoY và 16% so với nửa đầu năm.
- SGC đóng góp 220 tỷ đồng vào tổng doanh thu.
- Nửa cuối 2020 có ghi nhận doanh thu tài chính 59 tỷ từ đầu tư cổ phiếu. Khoản mục này sẽ không lặp lại trong năm nay.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 14.4%, giảm 272 bps so với nửa đầu năm và tăng 218 bps so với cùng kỳ do chi phí cá nguyên liệu tăng.
- Chi phí bán hàng tăng 83% YoY. Biên lợi nhuận ròng đạt 7.6%, giảm 188bps so với nửa đầu năm và giảm 116bps so với cùng kỳ.

Hình 5: Dự phóng doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng LNST (tỷ đồng) và biên lợi nhuận (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Xuất khẩu cá tra phục hồi**

- Trong năm 2021, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 8.836 tỷ đồng (+ 26% YoY) và LNST là 742 tỷ đồng (+5% YoY). Doanh thu phi lê tăng 20% YoY, do sản lượng xuất khẩu tăng 12% YoY và giá bán bình quân tăng 6% YoY.
- Chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu sang Mỹ tăng 13% YoY trong nửa cuối năm và tăng 23% YoY cho cả năm 2021. Doanh thu xuất khẩu sang EU và Trung Quốc tăng 7% YoY và 15% YoY trong năm 2021.

**C&G đối mặt với nhu cầu yếu và sự cạnh tranh với collagen bò và lợn trong bối cảnh COVID-19**

- Chúng tôi kỳ vọng VHC có thể tăng doanh thu từ gelatin trong nửa cuối 2021, được hỗ trợ bởi nhu cầu thực phẩm tăng trong giai đoạn xã hội giãn cách trong khi collagen có thể đối mặt với sự sụt giảm giá bán. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST của C&G sẽ tăng 16% YoY và 4% YoY, đóng góp lần lượt 8% và 33% vào doanh thu và LNST của công ty.

**Biên lợi nhuận chịu áp lực bởi các chi phí**

- Giá nguyên liệu có thể tăng trong nửa cuối năm 2021 do tồn kho nguyên liệu giảm và giá thức ăn chăn nuôi tăng cao. Chúng tôi dự báo chi phí bán hàng tăng 114% YoY do chi phí logistic tăng cao và thiếu container.
- Chúng tôi dự phóng biên LNG và biên LNR đạt 15,7% và 8,5%, lần lượt tăng 143 bps YoY và giảm 150 bps YoY.

**Bảng 2: Tóm tắt định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá (VND/cp)
FCFF	50%	47.500
SoTP	50%	42.500
<b>Tổng</b>	<b>100%</b>	<b>45.000</b>
2021F P/E		11,3x
2022F P/E		9,1x

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Định giá SoTP**

SOTP	Phương pháp	VND/cp
Cá tra	P/E @ 8x	22.377
Collagen & Gelatin	P/E @ 12x	17.548
SGC (sở hữu: 76,72%)	P/E @ 12x	2.538
<b>Định giá SoTP</b>		<b>42.500</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Năm 2021 của VHC sẽ gặp phải những trở ngại trong việc phục hồi lợi nhuận do chi phí tăng cao.
- Từ 2021 trở đi, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của VHC sẽ tăng trở lại mạnh mẽ do: (1) chi phí vận chuyển hạ nhiệt sau khi COVID-19 được kiểm soát, (2) biên lợi nhuận gộp cao hơn và ổn định nhờ các dự án cắt giảm chi phí, và (3) tiêu thụ collagen & gelatin dần phục hồi.
- Sử dụng kết hợp định giá phương pháp FCFF và SoTP, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu VHC là 45.000 đồng kết hợp với cổ tức tiền mặt dự kiến là 1.000 đồng, tương ứng tổng lợi nhuận **13%** so với giá đóng cửa ngày 02/08/2021. Chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu VHC trong giai đoạn đầu tư một năm.

<TÍCH LŨY: +15%>

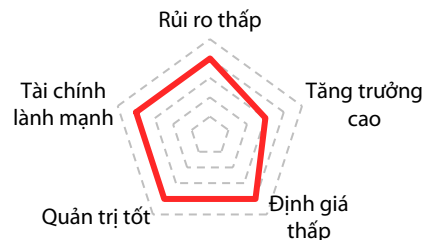
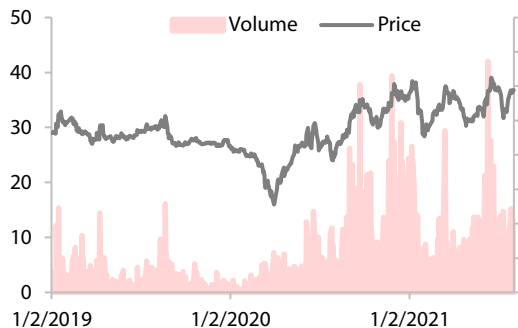
<GTT: 36.800>

<GMT: 40,500>

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2020A 2021F 2022F**



Ngành	Thủy sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.162
SLCPĐLH (triệu cp)	59
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	458
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	15,6
SH NĐTNN còn lại (%)	41,6
BĐ giá 52 tuần (đồng)	24,3-36,8

Doanh thu (tỷ đồng)	4.415	4.678	5.197
LNST (tỷ đồng)	226	212	252
ROA (%)	13,2%	9,1%	10,4%
ROE (%)	20,9%	15,1%	17,8%
EPS (đồng)	4,607	3,582	4,269
GTSS (đồng)	22.223	19.139	19.397
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.500	2.000	2.000
P/E (x) (*)	7,0	11,3	9,5
P/B (x) (*)	1,5	1,7	1,7

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Doanh thu xuất khẩu tôm đã phục hồi nhưng giãn cách xã hội đang đặt ra nhiều thách thức**

- Nhu cầu tiêu thụ tôm vẫn tươi sáng ở cả kênh bán lẻ và kênh HORECA trong khi nguồn cung tôm thiếu hụt ở Ấn Độ và Indonesia do COVID-19 cũng sẽ thúc đẩy xuất khẩu tôm của Việt Nam. Trong 6T2021, doanh thu xuất khẩu của FMC tăng 34% YoY đạt 2.134 tỷ đồng nhờ nhu cầu tăng ở thị trường Mỹ và Nhật Bản.
- Tuy nhiên, diễn biến phức tạp của COVID-19 sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD nửa cuối năm do: 1) hoạt động ở mức 30-40% công suất bình thường trong bối cảnh giãn cách xã hội, 2) gián đoạn hoạt động logistic và 3) tăng chi phí hoạt động. Trong năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 4.678 tỷ đồng (+ 6% YoY) và LNST đạt 212 tỷ đồng (-6% YoY).

**Các dự án mới là động lực tăng trưởng dài hạn**

- FMC đang mở rộng hai nhà máy chế biến (Sao Ta và Tam An), nâng tổng công suất lên 70%. Ngoài ra, công ty cũng có kế hoạch tăng diện tích nuôi thêm 37% vào năm 2022F. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ thúc đẩy FMC tận dụng được EVFTA và từng bước cải thiện biên lợi nhuận trong dài hạn.

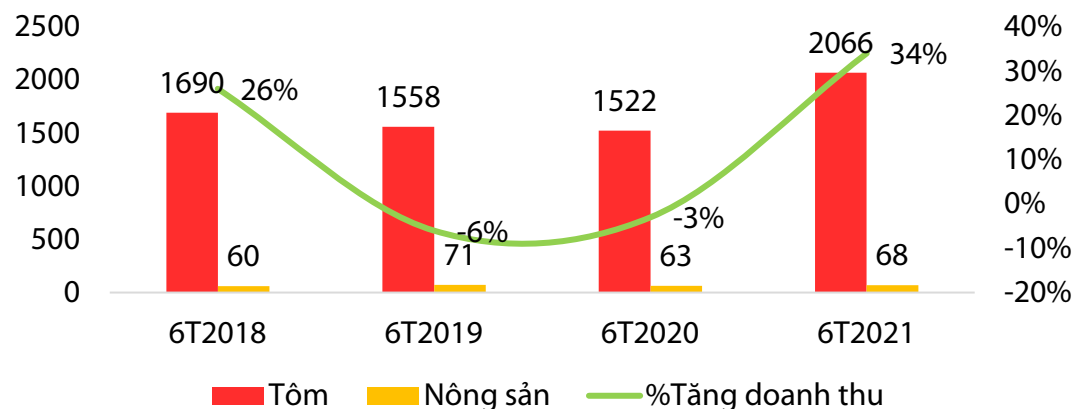
**Tài chính và quản trị lành mạnh với sự tham gia của PAN Group**

- Với sự tham gia của PAN Group từ năm 2018, hiện sở hữu 51% cổ phần, đã chứng tỏ vai trò hỗ trợ quản lý tài chính, quản trị doanh nghiệp, mạng lưới khách hàng, chiến lược kinh doanh.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

Giãn cách xã hội kéo dài tiếp tục làm gián đoạn các hoạt động sản xuất kinh doanh.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng) và tăng trưởng

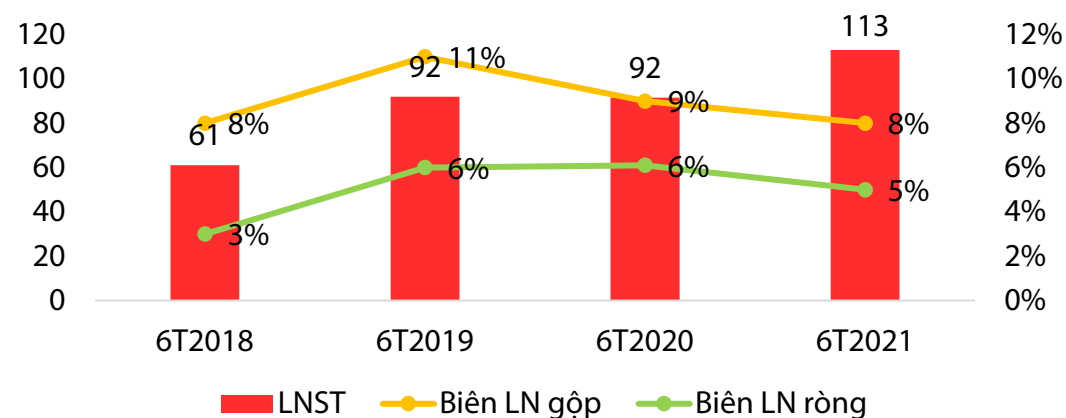


Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

**1H2021: Doanh thu phục hồi mạnh do nhu cầu tôm tăng**

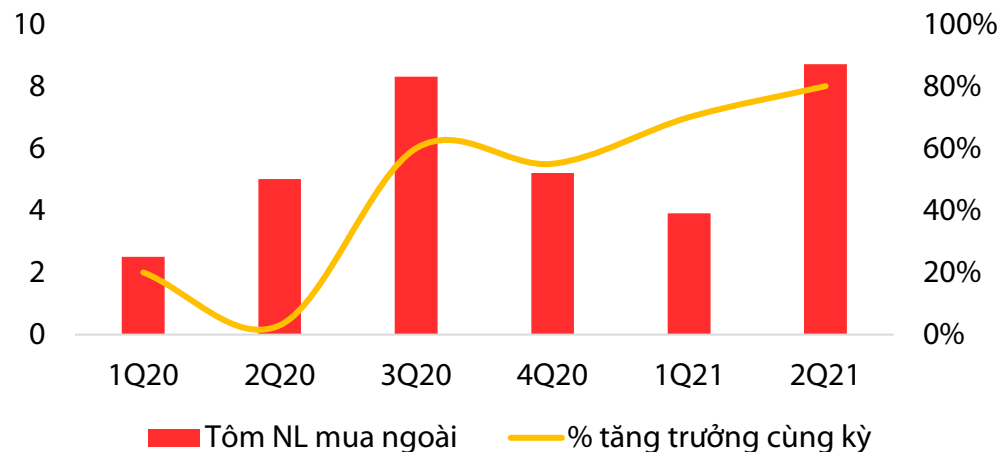
- Doanh thu xuất khẩu trong 6T2021 đạt 2.134 tỷ đồng (+34% YoY), do nhu cầu tại thị trường Mỹ và Nhật Bản tăng lên. Sản lượng tôm xuất khẩu tăng 26% so với cùng kỳ trong khi giá bán bình quân phục hồi nhẹ.
- LNST tăng 23% so với cùng kỳ đạt 113 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng lần lượt là 8,3% và 5,3%, giảm 87bps và 51bps so với cùng kỳ. Nhờ xuất khẩu tôm tăng, FMC tăng thu mua tôm nguyên liệu với giá cao hơn tôm của FMC. Ngoài ra, chi phí logistics tăng (+ 29% YoY) cũng gây áp lực lên lợi nhuận.

Hình 2: LNST (tỷ đồng) và biên lợi nhuận (%)



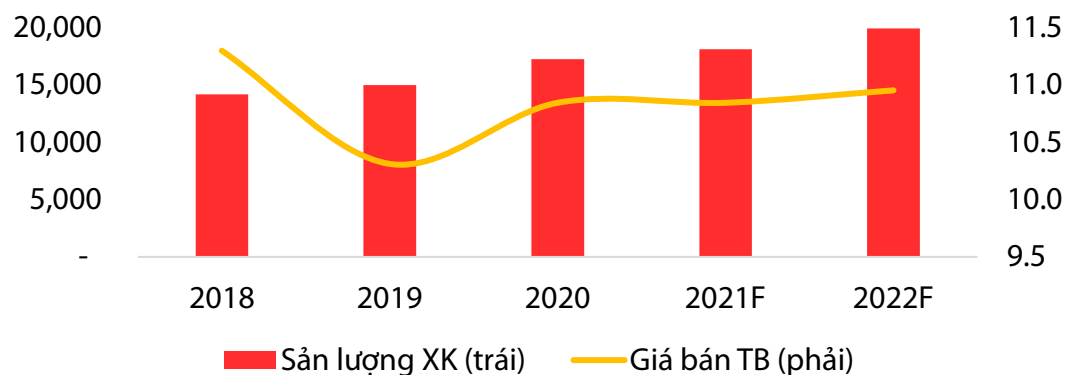
Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tôm nguyên liệu mua ngoài (nghìn tấn)



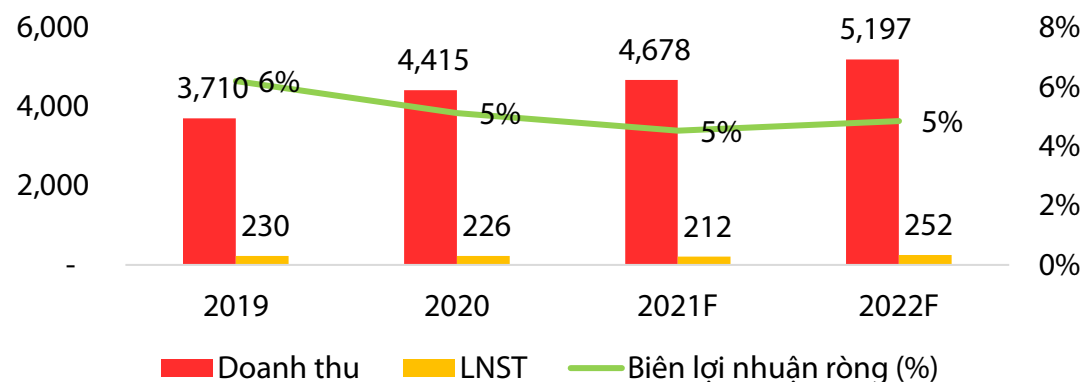
Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng sản lượng xuất khẩu (tấn) và giá bán (USD/kg)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

### 2H2021: Nhu cầu vẫn sáng nhưng COVID-19 tăng mạnh làm gián đoạn hoạt động sản xuất

- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tôm ở kênh bán lẻ vẫn ở mức cao trong khi kênh HORECA phục hồi ở Mỹ và EU. Hơn nữa, nguồn cung tôm thiếu hụt ở Ấn Độ và Indonesia do COVID-19 cũng sẽ thúc đẩy xuất khẩu tôm của Việt Nam. Tuy nhiên, COVID-19 tăng nhanh sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến: 1) hoạt động nhà máy ở mức 30-40% công suất bình thường trong bối cảnh giãn cách xã hội, 2) gián đoạn các hoạt động vận chuyển và 3) tăng chi phí vận hành.
- Trong nửa cuối năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 2.544 tỷ đồng (-11% YoY) và LNST là 99 tỷ đồng (-26% YoY). Cả năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 4.678 tỷ đồng (+ 6% YoY) và LNST đạt 212 tỷ đồng (-6% YoY). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu sẽ tăng 5% so với cùng kỳ trong khi giá bán bình quân sẽ đi ngang.

### Những dự án mới mở đường cho tăng trưởng

- FMC đang mở rộng hai nhà máy chế biến (Sao Ta và Tam An), nâng tổng công suất lên 70% vào năm 2022F. Ngoài ra, công ty cũng có kế hoạch mở rộng thêm 100 ha vùng nuôi vào năm 2022F. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ thúc đẩy FMC tận dụng EVFTA và từng bước cải thiện biên lợi nhuận trong dài hạn. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 8% và 14% trong giai đoạn 2020-2025F.

**RONGVIET**  
SECURITIES



## **CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

[vdsc.com.vn](http://vdsc.com.vn)



**Nguyễn Thị Phương Lam**  
**Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích**  
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)  
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

**Nguyễn Anh Vũ**  
**Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức**  
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)  
M: vu.na@vdsc.com.vn