

NGÀNH THỦY SẢN

ĐỐI MẶT NHIỀU YẾU TỐ KHÓ
ĐOÁN TỪ PHÍA CẦU

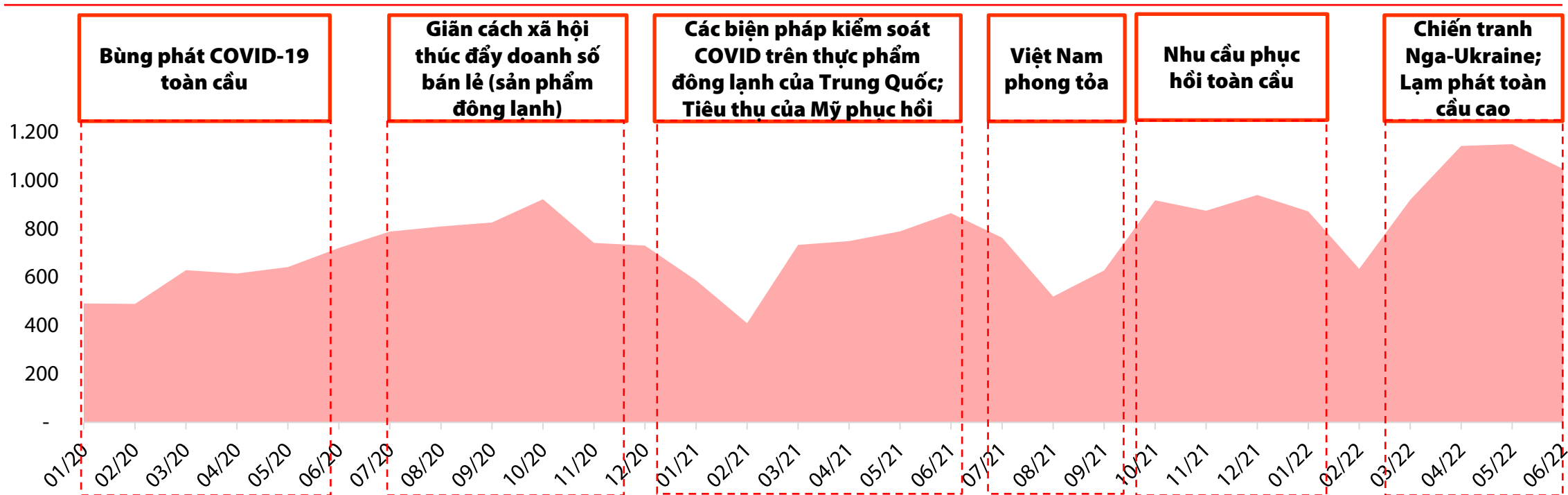


Nguyễn Hồng Loan – loan.nh@vdsc.com.vn



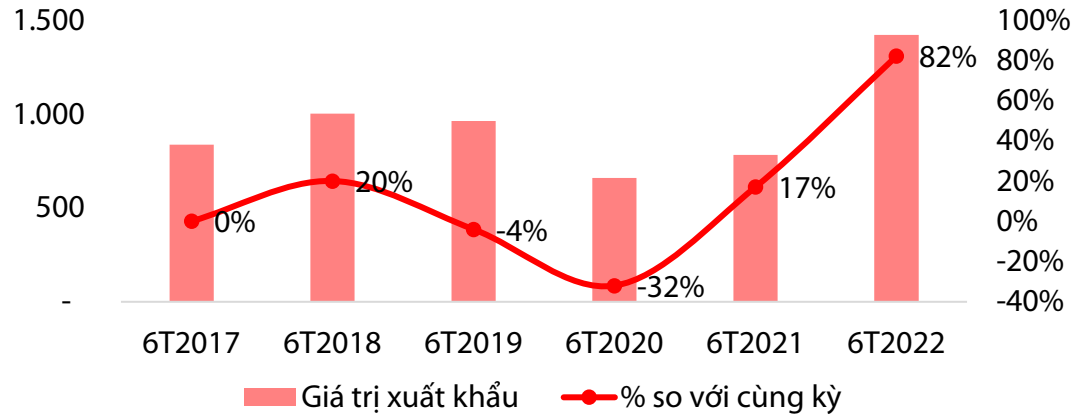
- Trong nửa đầu năm 2022, xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt hơn 5,7 tỷ USD, tăng vọt 40% so với nửa đầu năm 2021, đóng góp bởi: (1) Nhu cầu tăng trở lại sau khi nhiều nước nhập khẩu mở cửa trở lại nền kinh tế; (2) Tình trạng thiếu hụt thủy sản trên toàn cầu, đặc biệt là nhu cầu cá trắng do các lệnh trừng phạt Nga của EU và Mỹ; (3) Lạm phát cao ở các nước lớn thúc đẩy tiêu dùng đối với các mặt hàng thiết yếu, đặc biệt là các sản phẩm giá rẻ.
- Giá trị xuất khẩu cá tra tăng 82% YoY, mạnh hơn mức tăng 31% YoY của giá trị xuất khẩu tôm do nhu cầu tiêu thụ cá tra tăng mạnh sau hai năm chững lại, đặc biệt trong bối cảnh thiếu hụt cá trắng toàn cầu, trong khi giá trị xuất khẩu tôm vẫn ổn định trong năm năm qua. Ngoài ra, cá tra nguyên liệu trong nước cũng đẩy giá bán tăng mạnh trong nửa đầu năm 2022.

Hình 1: Kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam và các sự kiện chính trong giai đoạn 2020-2022 (triệu USD)



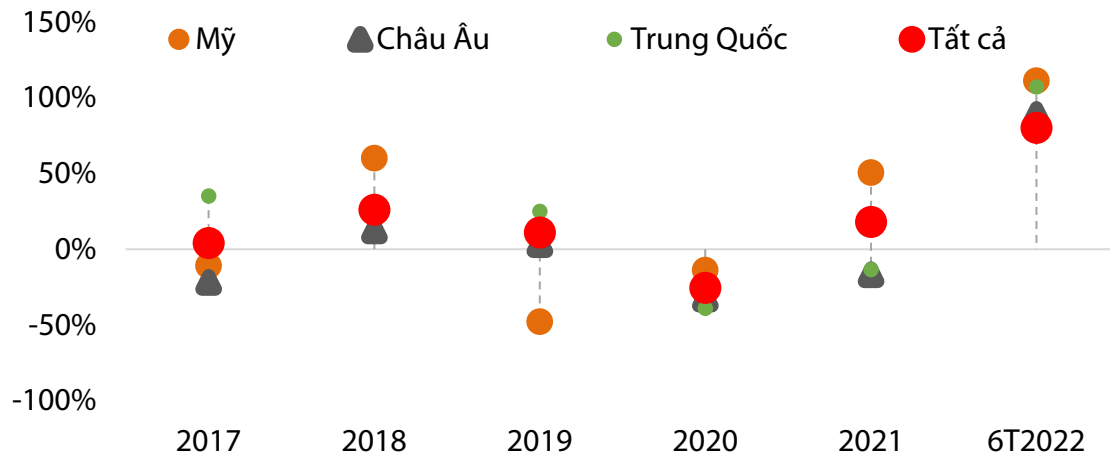
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá trị xuất khẩu cá tra tăng vọt 82% YoY trong 1H 2022 (triệu USD)



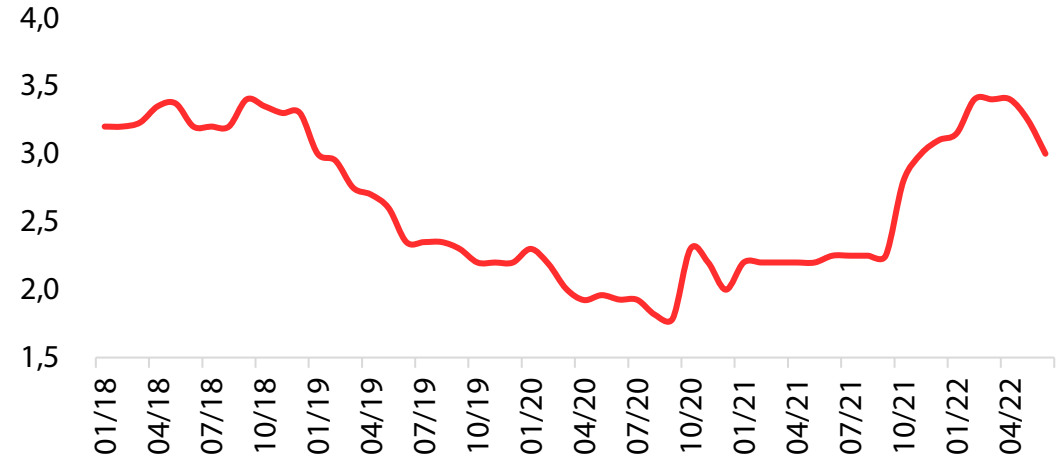
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tất cả các thị trường ghi nhận mức tăng trưởng ít nhất 2 con số về giá trị xuất khẩu (% so với cùng kỳ)



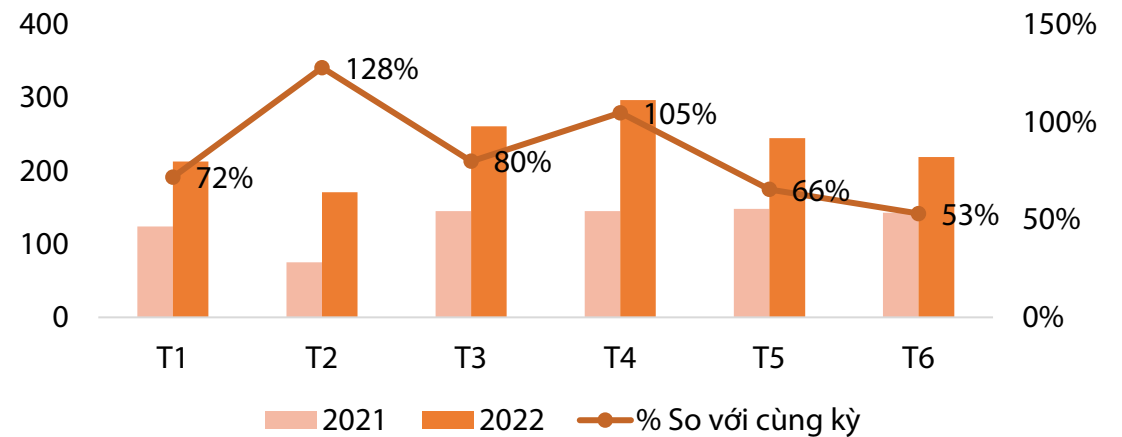
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá bán vượt đỉnh năm 2018, nhưng bắt đầu giảm từ tháng 5/2022 (USD/kg)



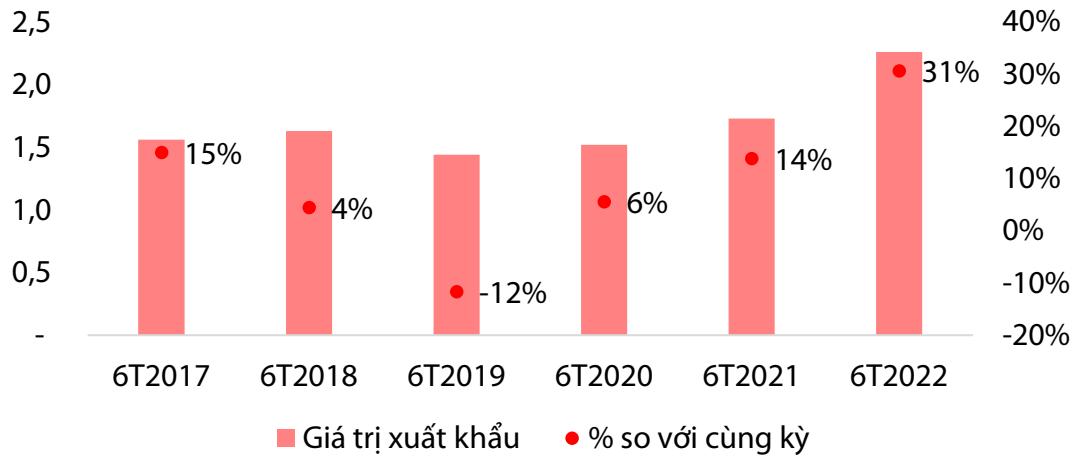
Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá trị xuất khẩu đạt đỉnh trong tháng 4/2022 (triệu USD)



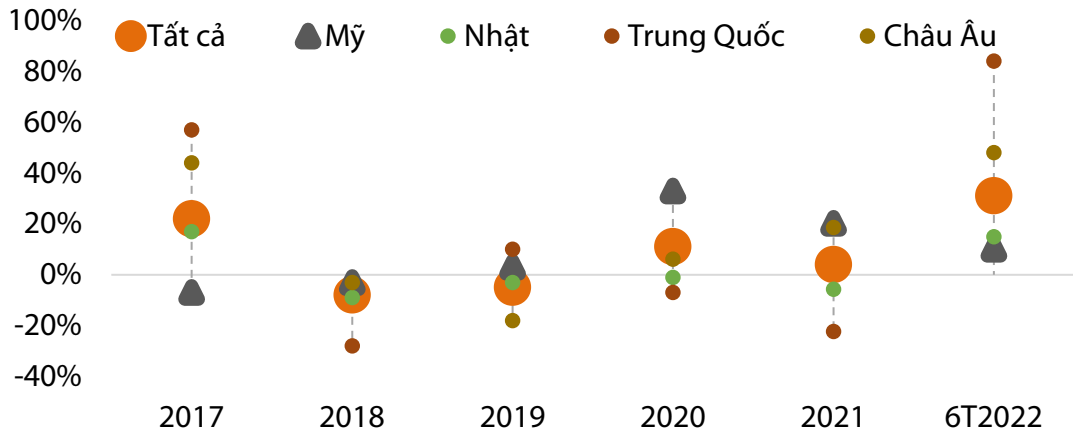
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Kim ngạch xuất khẩu tôm tăng 31% YoY (triệu USD)



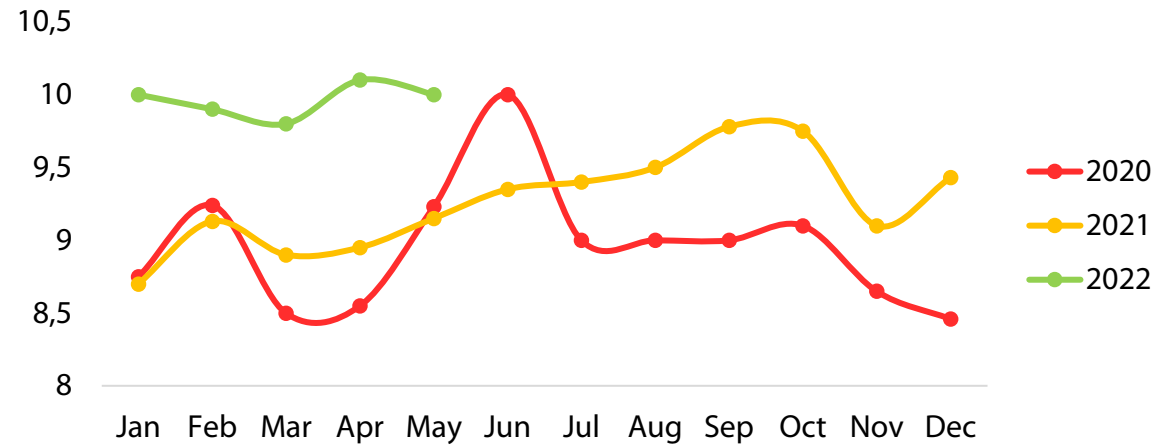
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Thị trường Mỹ chậm lại trong khi Trung Quốc và EU tăng trưởng mạnh mẽ



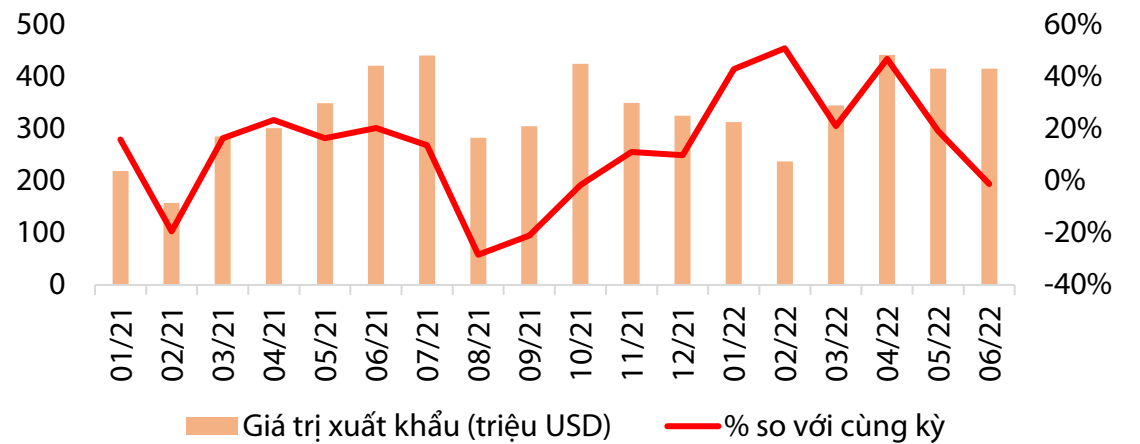
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Giá xuất khẩu tiếp tục đà tăng trưởng (USD/kg)



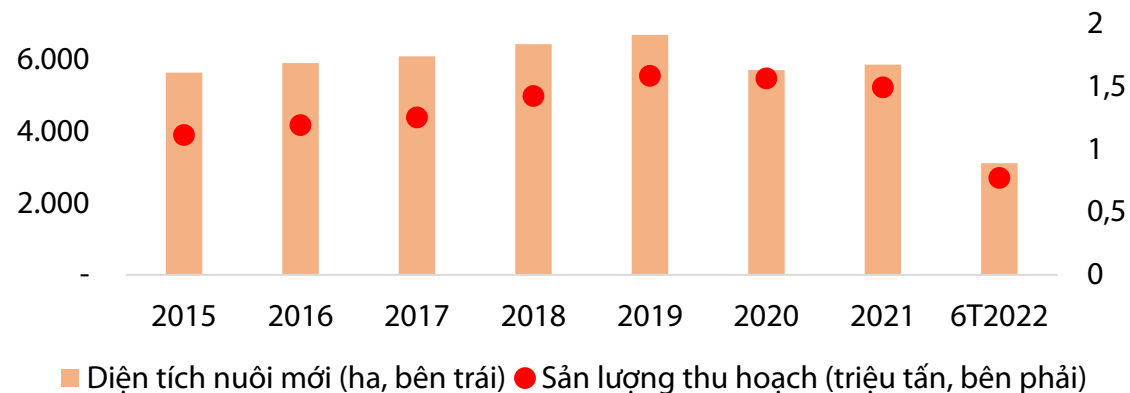
Nguồn: Bộ Công thương, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Giá trị xuất khẩu hạ nhiệt từ tháng 5/2022 (triệu USD)



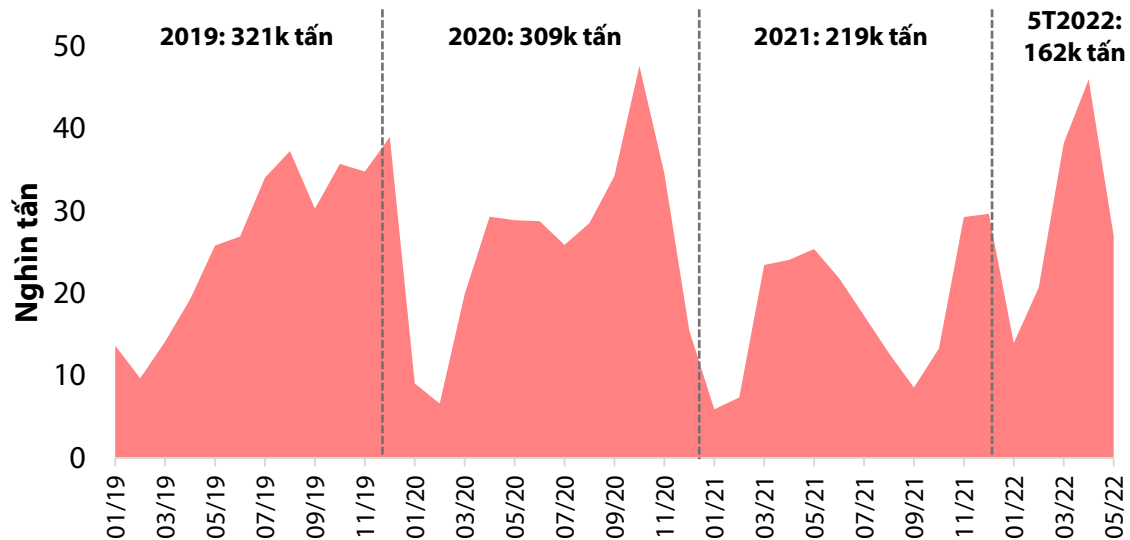
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Vùng nuôi trồng mới và sản lượng thu hoạch cá tra tại Việt Nam



Nguồn: Bộ Công thương, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc



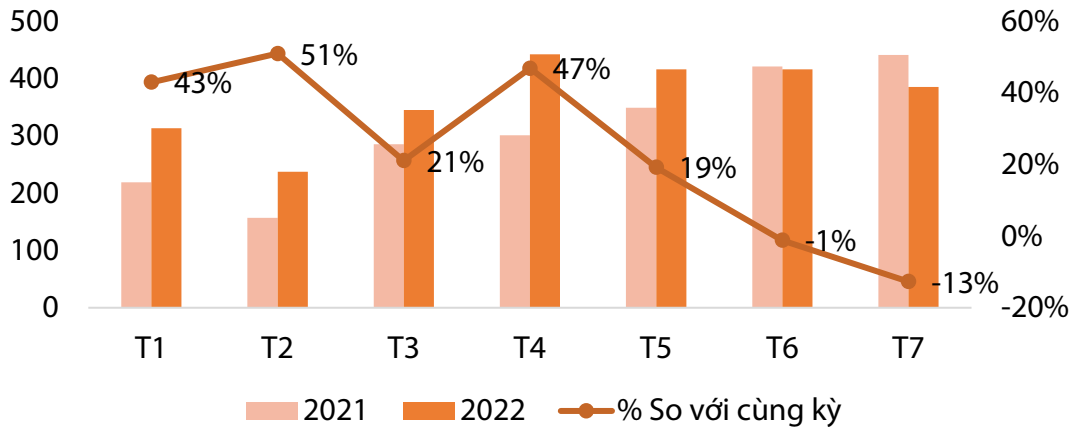
Nguồn: AgroMonitor, Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

Nhắc lại giai đoạn nửa cuối năm 2021, thị trường Mỹ dẫn đầu về xuất khẩu cá tra của Việt Nam trong khi thị trường Trung Quốc giảm sâu, tình hình này có vẻ sẽ đảo ngược trong nửa cuối năm 2022. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá xuất khẩu cá tra trong 2H2022 sẽ tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên có thể gặp thách thức từ phía cầu để tăng trưởng được so với nửa đầu năm. Tuy nhiên, việc mở cửa trở lại của Trung Quốc có thể là một chất xúc tác tiềm năng cho vấn đề nhu cầu.

- Suy thoái tại thị trường Mỹ: Sự bùng nổ của cuộc chiến tranh Nga-Ukraine đã khiến các nhà bán sỉ của Mỹ nhập khẩu ồ ạt các sản phẩm thủy sản trong khi lạm phát đang diễn ra đã thắt chặt chi tiêu của khách hàng, dẫn đến dư cung trong Q3 2022.
- Thị trường Trung Quốc có thể là điểm sáng trong nửa cuối năm 2022 khi quốc gia này có dấu hiệu mở cửa trở lại nền kinh tế. Nhu cầu tăng nhanh sau hai năm giảm sẽ là động lực cho xuất khẩu cá tra của Việt Nam trong 6 tháng cuối năm 2022.
- Nhu cầu từ các thị trường còn lại có thể ổn định trong bối cảnh lạm phát cao để thúc đẩy chi tiêu cho các sản phẩm thực phẩm giá rẻ.

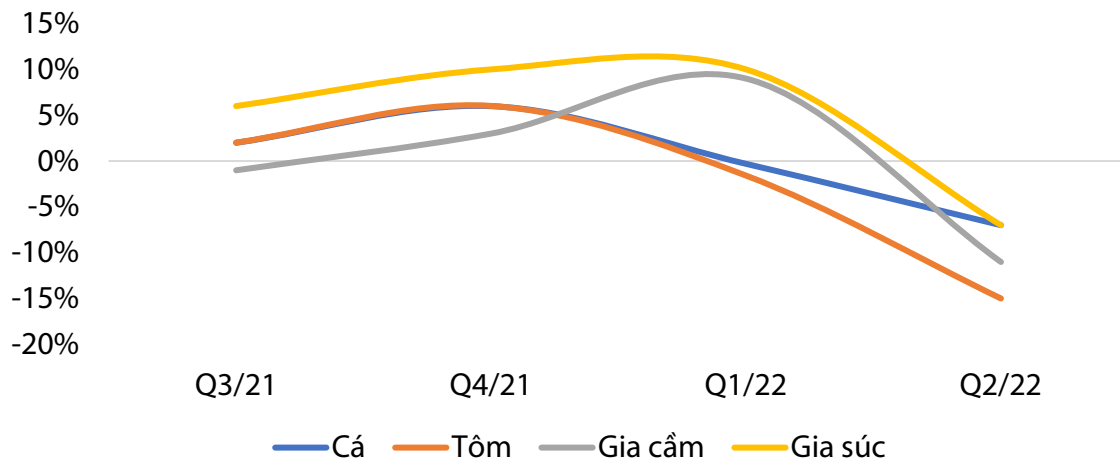
Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung nguyên liệu nửa cuối năm nay sẽ ít tăng đột biến hơn so với giai đoạn 2018-2019, do chi phí thức ăn cao và nguy cơ nhu cầu giảm đã hạn chế hoạt động nuôi mới. Do đó, chúng tôi cho rằng điều này cũng thúc đẩy giá bán neo ở mức cao. Xuất khẩu Q4/2022 có thể tăng trở lại khi các nhà nhập khẩu giải quyết được vấn đề tồn kho và tăng lượng hàng dự trữ cho mùa lễ trong Q4.

Hình 12: Giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam hàng tháng (triệu USD)



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

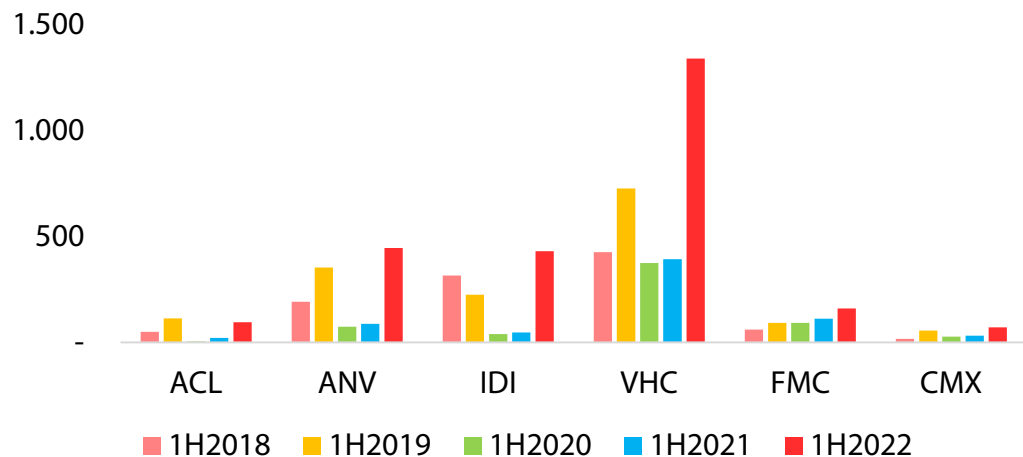
Hình 13: Thay đổi trong doanh số thực phẩm đông lạnh theo sản phẩm tại thị trường Mỹ (%)



Nguồn: IRI, CTCK Rồng Việt

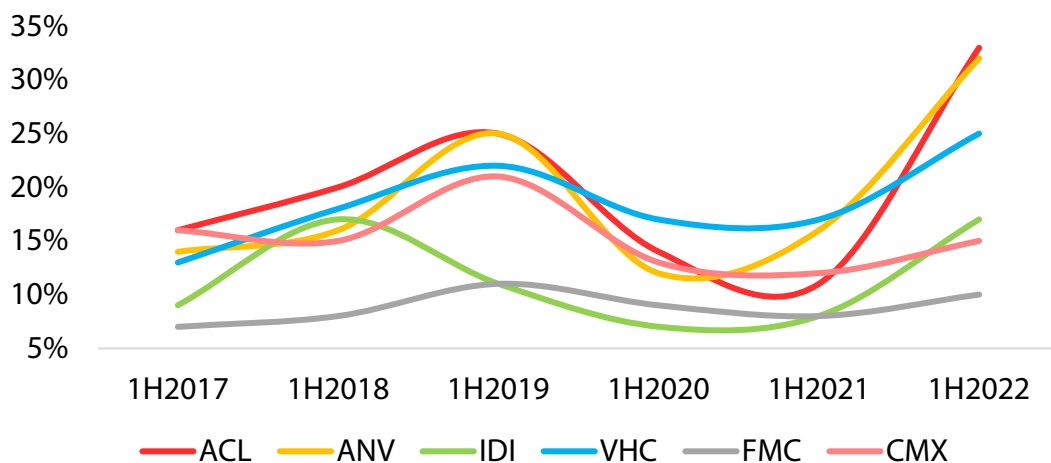
- Ngành tôm đối mặt nhiều thử thách trong nửa cuối năm 2022 đến từ: (1) giá nguyên liệu tăng cao do dịch bệnh ở tôm khiến nguồn cung giảm, (2) cạnh tranh gay gắt với tôm Ấn Độ, Indonesia và Ecuador, (3) lạm phát toàn cầu cao dẫn đến thắt chặt chi tiêu đối với các sản phẩm cao cấp như tôm, (4) Nhập khẩu tăng trong nửa đầu năm 2022 khiến tồn kho tôm tại Mỹ và EU ở mức cao.
- Giá trị xuất khẩu tôm trong tháng 7 giảm 13% YoY, dấu hiệu rõ ràng nhu cầu đã hạ nhiệt.
- Chúng tôi dự kiến các doanh nghiệp ngành tôm sẽ đối mặt với tác động kép từ cả phía cung và cầu giảm trong nửa cuối năm 2022, ngược lại với diễn biến 6T2022. Việc Trung Quốc mở cửa lại thị trường là một yếu tố tích cực, nhưng phần lớn các doanh nghiệp tôm niêm yết lớn (như Minh Phú, Sao Ta) không xuất khẩu sang thị trường này, thay vào đó là các thị trường Mỹ, EU, Nhật Bản. Điều này sẽ khiến KQKD của các doanh nghiệp tôm có khả năng bị ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu từ các thị trường chính giảm.

Hình 14: LNST 6T 2022 của các công ty thủy sản (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

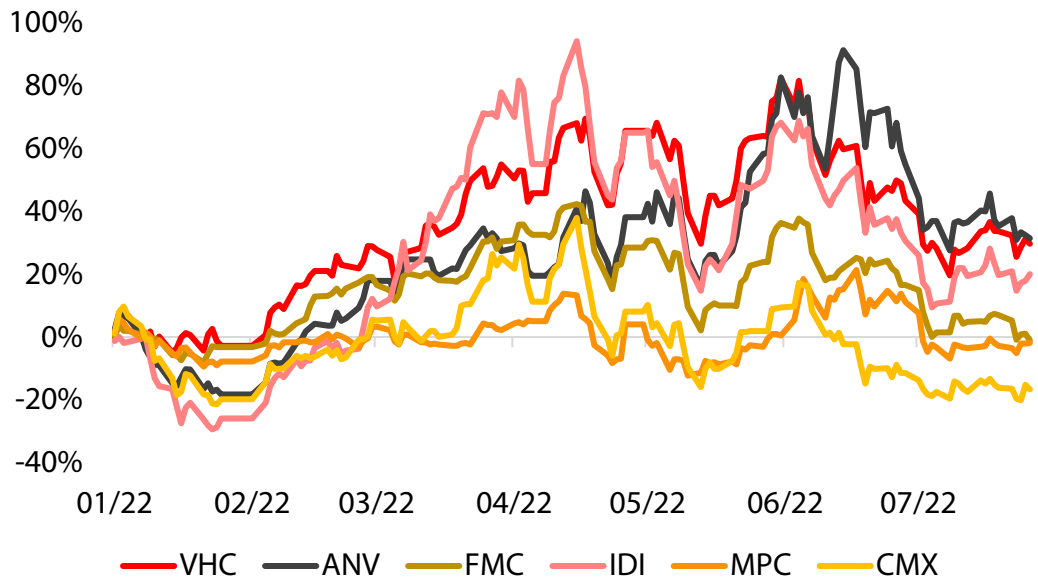
Hình 15: Biên gộp 6T2022 của các công ty thủy sản (%)



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

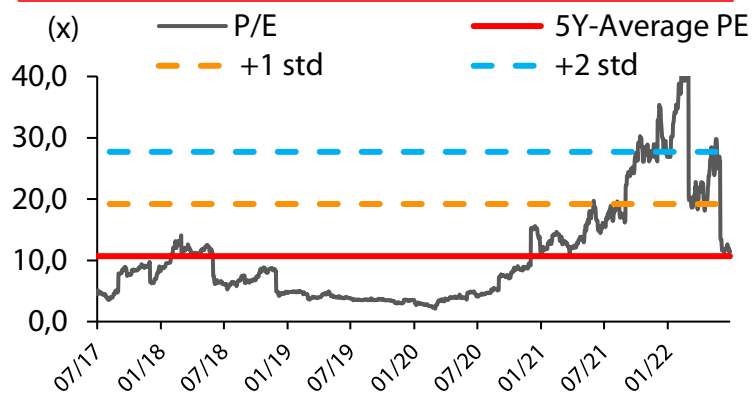
- Trong 6T 2022, tất cả các công ty thủy sản đều ghi nhận LNST tăng trưởng đột biến, vượt mức của giai đoạn 2018-2019. Biên lợi nhuận gộp của các công ty cá tra tăng đáng kể ở mức nền thấp trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của các công ty tôm có vẻ ổn định hơn do chênh lệch giá vốn đã ổn định.
- Hầu hết các công ty thủy sản, ngoại trừ VHC, đều chứng kiến chi phí logistics liên tục tăng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các chi phí này sẽ giảm dần trong nửa cuối năm 2022 trở đi cùng với sự suy giảm của chi phí vận tải toàn cầu.
- Nhu cầu thủy sản chững lại và biên lợi nhuận gộp giảm do giá bán giảm là những khó khăn mà các công ty có thể đối mặt trong nửa cuối năm 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng thu nhập hàng quý của các công ty trong 6T2022 có thể chậm hơn so với các quý trước, nhưng vẫn duy trì mức tăng trưởng hai con số so YoY.
- Các công ty ít phụ thuộc vào thị trường Mỹ vẫn có thể duy trì đà tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022.
- Nhiều công ty có thể bắt đầu ghi nhận chi phí logistic giảm trong nửa cuối năm 2022.

Hình 16: Diễn biến giá cổ phiếu thủy sản YTD (%)

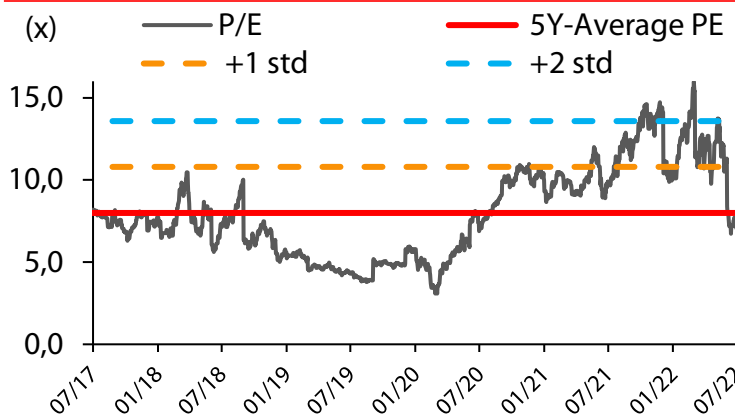


- Giá cổ phiếu của các công ty thủy sản chứng kiến mức tăng vượt trội trong 6T2022, phù hợp với KQKD khởi sắc, ngay cả trong bối cảnh thị trường chứng khoán điều chỉnh.
- Giá cổ phiếu của các công ty thủy sản bắt đầu giảm từ tháng 6/2022 khi xuất khẩu có dấu hiệu chững lại so với tháng trước, mặc dù vẫn tăng so với cùng kỳ năm trước.
- P/E của nhiều cổ phiếu (như VHC, ANV) giảm xuống mức trung bình 5 năm. Xu hướng giảm của ngành có thể gây áp lực lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn, nhưng giá cổ phiếu chiết khấu nhiều hơn có thể là cơ hội để nắm giữ dài hạn.

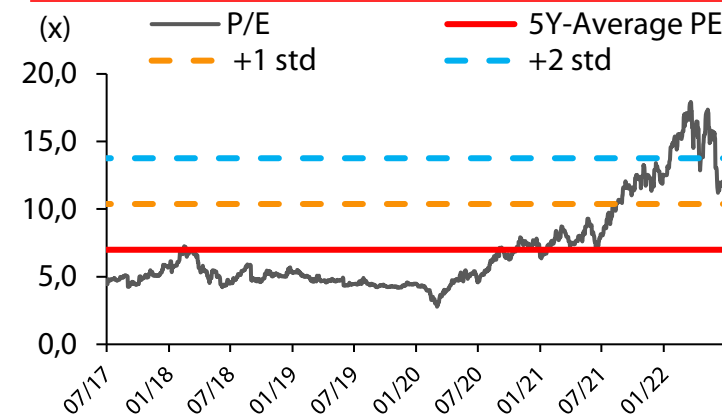
Hình 17: P/E 5 năm của ANV



Hình 18: P/E 5 năm của VHC



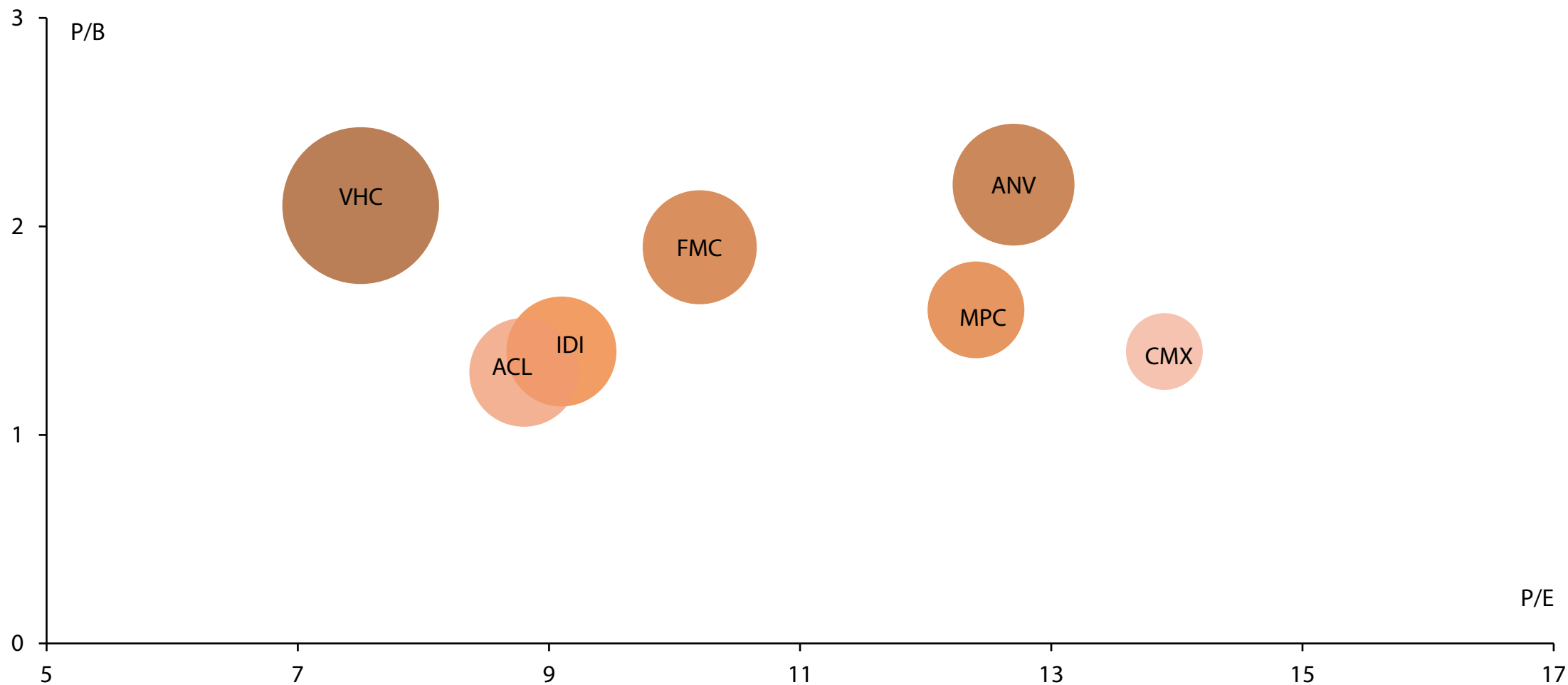
Hình 19: P/E 5 năm của FMC



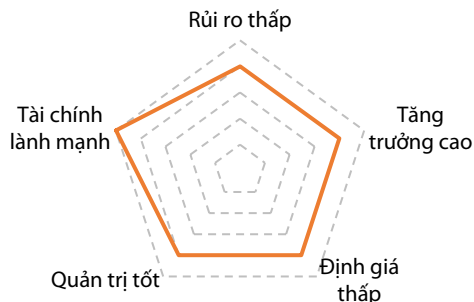
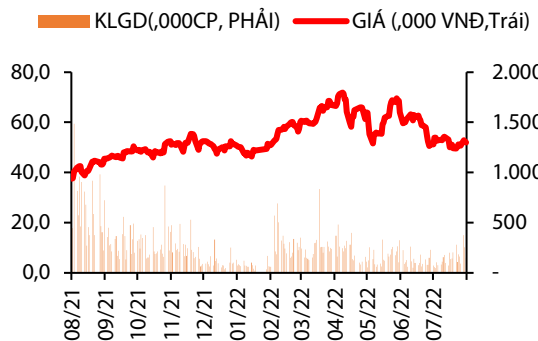
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN từ HĐKD (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
VHC	15.348	91.000	80,41	174,80	20,95	19,20	201,46	16,58	21,13	32,11	2,39	7,46	2,12
ANV	6.178	52.500	20,49	100,33	17,15	13,14	913,77	11,54	9,58	19,37	2,06	12,67	2,22
FMC	3.400	60.500	21,56	22,06	6,78	5,75	50,40	5,76	11,17	16,97	3,85	10,24	1,92
IDI	4.701	N/A	30,39	82,26	11,66	8,32	843,69	7,76	6,68	15,75	0,00	9,10	1,38
MPC	8.804	N/A	36,42	-1,92	5,46	4,25	-20,82	4,03	6,51	12,18	4,56	12,40	1,62
CMX	1.569	N/A	29,79	35,27	7,99	5,43	111,60	4,63	3,84	7,68	0,00	13,94	1,37
ACL	1.012	N/A	-27,72	56,17	18,31	12,33	214,12	10,91	7,90	15,51	2,93	8,81	1,35

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +20%
<GHT: 52.000>
<GMT: 60.500>
THÔNG TIN CỔ PHIẾU
TÀI CHÍNH
2021A 2022F 2023F


Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.400
SLCPĐLH (triệu cp)	65
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	147
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	8
SH NĐTNN còn lại (%)	18,3
BĐ giá 52 tuần	74,4 - 39,4

Doanh thu	5.199	6.105	6.873
LNST	267	340	395
ROA (%)	9,9	13,2	14,5
ROE (%)	15,0	18,8	20,9
EPS (đồng)	5.025	5.222	6.069
GTSS (đồng)	27.413	27.951	28.851
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
P/E (x) (*)	9,6	9,6	8,2
P/B (x) (*)	1,6	2,2	2,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ
Sản lượng tôm gia tăng nhờ các nhà máy mới

- Chúng tôi đánh giá cao khả năng linh hoạt chuyển đổi cơ cấu các thị trường của FMC, đã giúp doanh thu của FMC tăng trưởng ổn định trong 5 năm qua bất chấp những biến động của ngành. Trong 2H2022, chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng của thị trường Nhật Bản sẽ bù đắp cho sự chững lại ở thị trường Mỹ. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu 2H2022 đạt 3.361 tỷ đồng (+10% n/n) và LNST đạt 185 tỷ đồng (+15% n/n).
- Nhu cầu phục hồi và việc nhà máy Tam An đã bắt đầu đi vào hoạt động trong 1Q2022 là động lực thúc đẩy doanh thu 1H2022 tăng trưởng 29% n/n. Nhà máy Sao Ta sẽ bắt đầu vận hành từ tháng 9/2022 giúp nâng thêm 50% tổng công suất cho FMC. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy mới này sẽ tăng sản lượng tôm giai đoạn FY2022-2025 lên 13% mỗi năm. Do đó, doanh thu dự kiến sẽ đạt CAGR là 15% trong FY2021-2025.

Biên gộp được cải thiện nhờ cắt giảm chi phí đầu vào và chuyển hướng sang các sản phẩm giá trị gia tăng

- Chúng tôi kỳ vọng biên gộp sẽ cải thiện từ 10,2% trong FY2020 lên 11,7% trong FY2025 nhờ: (1) tăng diện tích vùng nuôi từ 270 ha trong FY2021 lên lần lượt 322 ha/422 ha/525 ha trong FY2022/23/25 giúp nâng tỷ lệ tự chủ lên 30-40% so với 20-25% hiện nay; (2) chuyển đổi cơ cấu sản phẩm sang tôm giá trị gia tăng có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn so với tôm đông lạnh.
- LNST dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 22% trong FY2021-20225.

Bảng cân đối kế toán an toàn và dòng cổ tức tiền mặt ổn định

- Sức khỏe tài chính vững chắc do không có nợ dài hạn và tỷ lệ D/A bình quân kỳ vọng là 18% trong FY2022-2026.
- Cổ tức tiền mặt dao động trong khoảng 15-35% trong FY2015-2021 (không bao gồm FY2020 là 10% do COVID-19). Cổ tức tiền mặt FY2022 dự kiến tối thiểu là 20% (tỷ suất cổ tức tiền mặt ~ 4%).
- Chúng tôi chọn FMC là cơ hội đầu tư dài hạn nhờ hoạt động kinh doanh tăng trưởng bền vững.

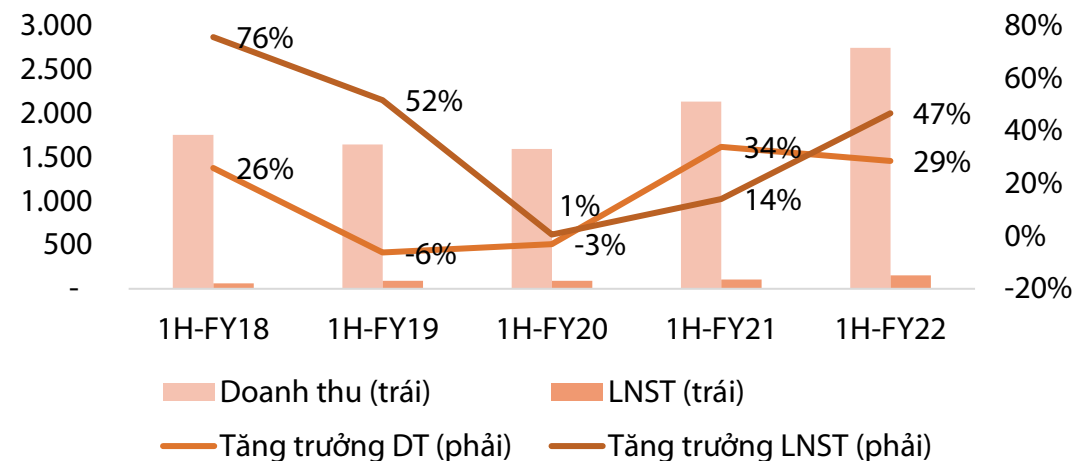
RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- (1) Tiến độ hoàn thành nhà máy mới; (2) Biến động giá tôm xuất khẩu và giá tôm nguyên liệu; (3) Thay đổi về nhu cầu tôm.

LNST tăng 47% YoY trong 1H2022 nhờ tăng sản lượng tiêu thụ tôm và cải thiện biên gộp.

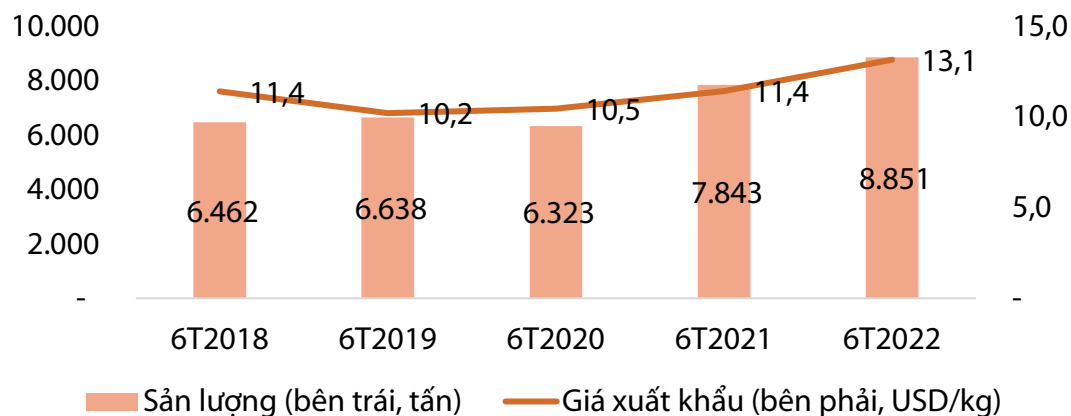
- Doanh thu 1H2022 đạt 2.744 tỷ đồng (+29% n/n) và LNST sau CĐTS đạt 155 tỷ đồng (+47% n/n). Doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ sản lượng và giá tôm xuất khẩu đều tăng, lần lượt là 13% n/n và 15% n/n.
- Do giá bán cao và nguyên liệu đầu vào ổn định, biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể thêm 200 bps, đạt 10,3% trong 1H2022. Trong khi đó, biên lợi nhuận ròng chỉ cải thiện 70 bps do chi phí vận chuyển tăng cao, vậy nên LNST 1H2022 ghi nhận mức tăng 47% n/n.

Hình 1: KQKD 1H2022 của FMC (tỷ VND)



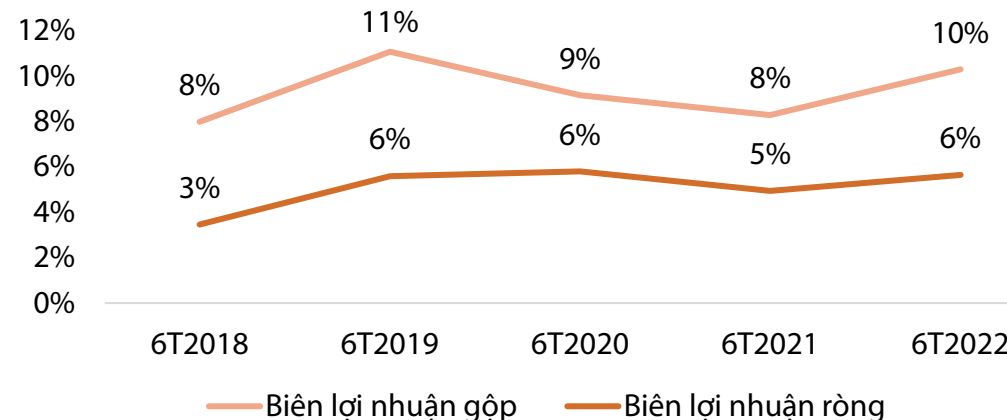
Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng xuất khẩu và giá bán trung bình của FMC



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Biên gộp và biên lợi nhuận ròng của FMC



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

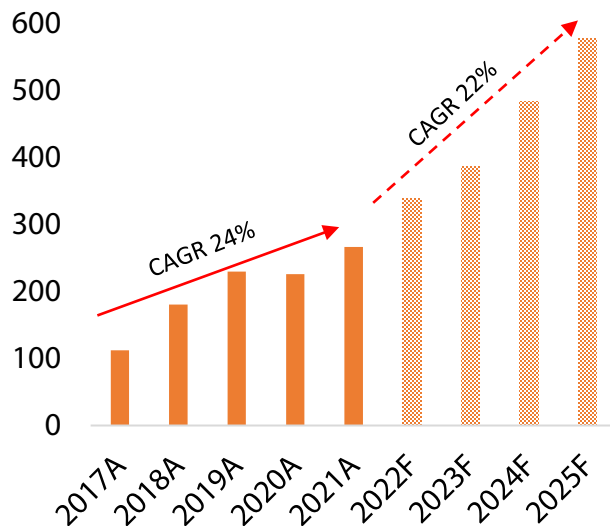
Dự phóng FY2022: Trong 1H2022, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ có thể chững lại do cung vượt cầu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng thị trường Nhật Bản có thể bù đắp do FMC có thể linh hoạt chuyển đổi đơn hàng giữa các thị trường chủ chốt và sức tiêu thụ tôm của Nhật Bản tiếp tục duy trì ở mức cao, đặc biệt là các sản phẩm tôm giá trị gia tăng. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST sau CĐTS của FMC lần lượt đạt 6.105 tỷ đồng (+17% n/n) và 340 tỷ đồng (+27% n/n).

Mở rộng nhà máy: Nhà máy Sao Ta với công suất 15.000 tấn/năm dự kiến bắt đầu hoạt động vào tháng 9/2022, nâng tổng công suất chế biến của FMC lên hơn 50%. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy này sẽ là động lực tăng trưởng chính cho công ty trong giai đoạn 2022 - 2025.

Mở rộng vùng nuôi: Sau khi mở rộng thêm 52 ha vùng nuôi của công ty con Khang An, FMC hiện có tổng diện tích vùng nuôi là 322 ha. FMC vừa mua lại vùng nuôi 203 ha tại tỉnh Sóc Trăng và dự định đưa 100 ha vào hoạt động vào cuối năm 2023. Vùng nuôi mới này sẽ giúp công ty nâng tỷ lệ chủ lên 30 - 40% so với mức 20-25% hiện nay, đảm bảo nguyên liệu đầu vào cho nhà máy mới.

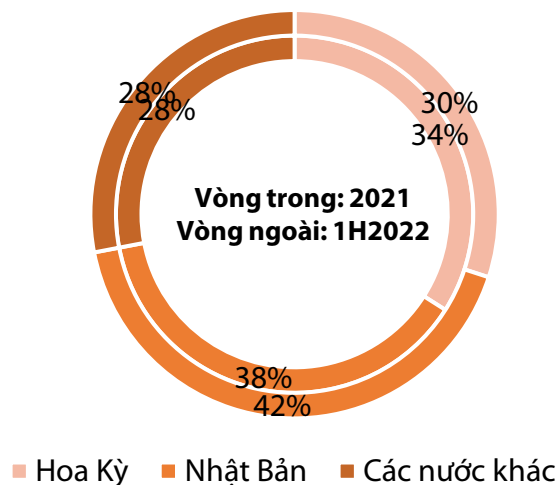
Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu và LNST sau CĐTS sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 15% và 22% trong giai đoạn FY2021-2025.

Hình 4: Dự phóng LNST (tỷ VND)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Bảng: Các dự án đầu tư của FMC

Dự án	Công suất	Tác động tới KQKD(*)
Nhà máy Tam An	5.000 tấn tôm chế biến mỗi năm (tăng thêm 23% công suất). Hoạt động vào 1H2022.	Sản lượng xuất khẩu tôm tăng 13% mỗi năm trong FY21-25. Doanh thu đạt CAGR là 13% trong FY21-25.
Nhà máy Sao Ta	15.000 tấn tôm chế biến mỗi năm (tăng thêm 68% công suất). Hoạt động vào 2H2022.	Biên gộp tăng từ 10,2% trong FY21 đến 11,7% trong FY25.
Vùng nuôi mới	Mua thêm 200 ha diện tích vùng nuôi (tăng 70% tổng diện tích).	

Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt. (*) Rồng Việt ước tính

TÍCH LŨY: +11%

<GTT: 83.700>

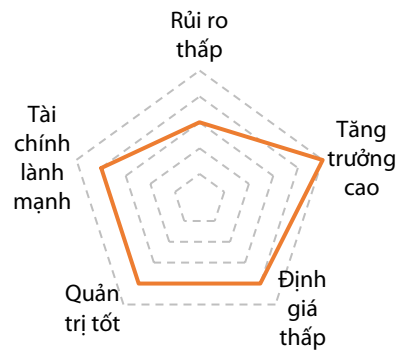
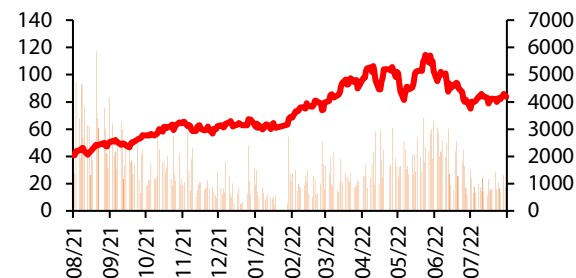
<GMT: 91.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VND, TRÁI)



Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.349
SLCPĐLH (triệu cp)	183
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.608
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	151
SH NĐTNN còn lại (%)	72,8
BĐ giá 52 tuần	118 - 41,5

Doanh thu	9.054	13.521	12.118
LNST sau CĐTS	1.103	2.185	1.730
ROA (%)	12,6	19,4	14,1
ROE (%)	18,7	28,7	19,4
EPS (đồng)	6.040	11.676	9.245
GTSS (đồng)	32.076	41.418	40.792
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	3.000
P/E (x) (*)	10,4	7,2	9,1
P/B (x) (*)	2,0	2,6	2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Xuất khẩu phi lê có thể đã đạt đỉnh vào Q2/2022 dưới áp lực tiêu thụ chậm lại của Mỹ

- Trong 1H2022, doanh thu thuần và LNST tăng mạnh lần lượt là 81% n/n và 240% n/n. Nhu cầu tăng đối với các sản phẩm thủy sản giá rẻ trong bối cảnh lạm phát cao và các lệnh trừng phạt của Nga đối với thủy sản làm tăng nhu cầu tiêu thụ ở thị trường Mỹ đồng thời hạn chế nguồn cung trong nước này đã thúc đẩy xuất khẩu phi lê tăng mạnh.
- Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy xuất khẩu sang thị trường Mỹ chiếm 50% doanh thu của VHC đang giảm tốc do áp lực lạm phát và tồn kho phi lê dư thừa sau khi nhập khẩu ồ ạt. Hơn nữa, giá bán phi lê đang tiếp tục giảm và nguồn cung nguyên liệu đang phục hồi có thể sẽ thu hẹp biên lợi nhuận gộp 2H2022 của VHC. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST sau CĐTS 2H2022 của VHC sẽ tăng lần lượt là 22% n/n và 20% n/n, nhưng lại giảm 20% và 36% so với 1H2022.

Mô hình kinh doanh của VHC dần ít biến động hơn nhờ các mảng kinh doanh mới và chuỗi giá trị đầy đủ

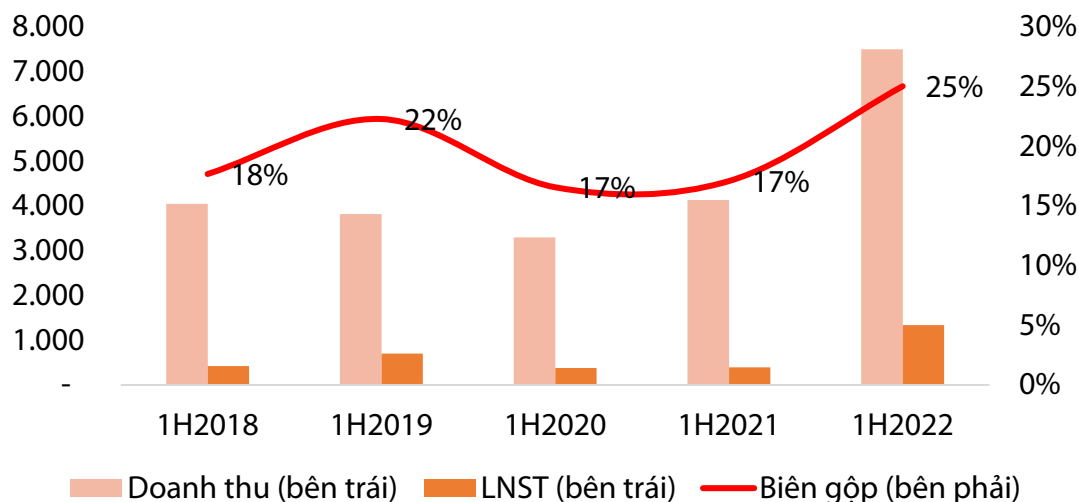
- VHC đang hướng tới mục tiêu trở thành công ty F&B tập trung vào các sản phẩm nông nghiệp chăm sóc sức khỏe. Collagen & gelatin và Sa Giang có thể bù đắp cho sự sụt giảm của mảng cá tra, vậy nên lợi nhuận sẽ hạn chế bị giảm đột ngột trong chu kỳ đi xuống của ngành cá tra như giai đoạn 2018-2019.
- Việc xây dựng nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi và mở rộng khu chăn nuôi sẽ bắt đầu hoạt động vào FY2022, giúp chi phí đầu vào và biên lợi nhuận của VHC ít biến động hơn trong tương lai.
- Giá thị trường sụt giảm khiến P/E trượt của VHC xuống mức P/E trung bình 5 năm.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Khả năng suy thoái kinh tế toàn cầu hạn chế các đơn đặt hàng phi lê mới.
- Chính sách đóng cửa ở Trung Quốc kéo dài cản trở tốc độ hồi phục xuất khẩu cá tra sang thị trường này.

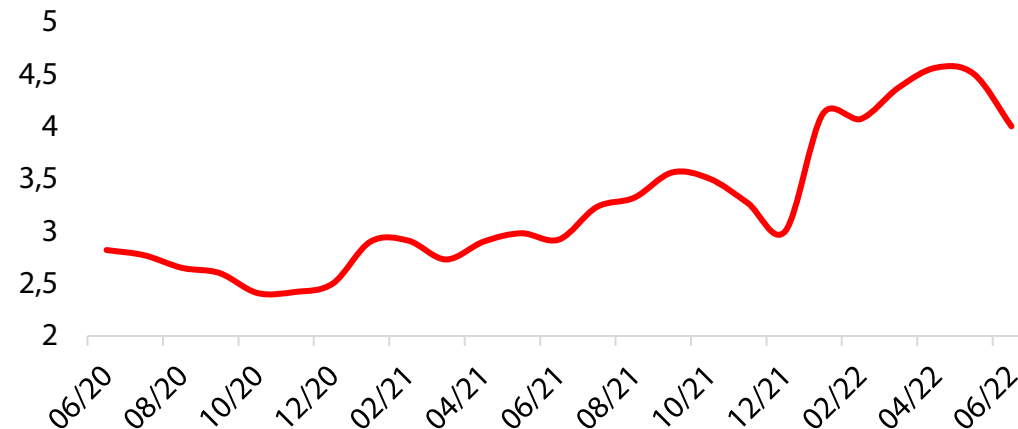
- Doanh thu thuần 1H2022 đạt 7.494 tỷ đồng (+81% n/n). Giá bán phi lê 1H2022 tăng 48% n/n và sản lượng xuất khẩu tăng 30% n/n. Nhu cầu tăng đối với các sản phẩm thủy sản giá rẻ trong bối cảnh lạm phát cao và các lệnh trừng phạt của Nga đối với thủy sản làm tăng nhu cầu tiêu thụ ở thị trường Mỹ đồng thời hạn chế nguồn cung trong nước này đã thúc đẩy xuất khẩu phi lê tăng mạnh.
- LNST sau CĐTTS 1H2022 tăng 240% n/n, đạt 1.332 tỷ đồng. Biên gộp tăng 794 bps n/n, đạt 25% nhờ giá bán cao. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu đã giảm từ 4,6% trong 1H2021 xuống chỉ còn 2,9% trong 2H2022 do sự dịch chuyển từ các đơn hàng theo điều kiện CIF sang FOB, giúp biên ròng tăng 829 bps trong 1H2022.

Hình 1: Doanh thu thuần, LNST (tỷ VND) và biên gộp 1H2022 (%)



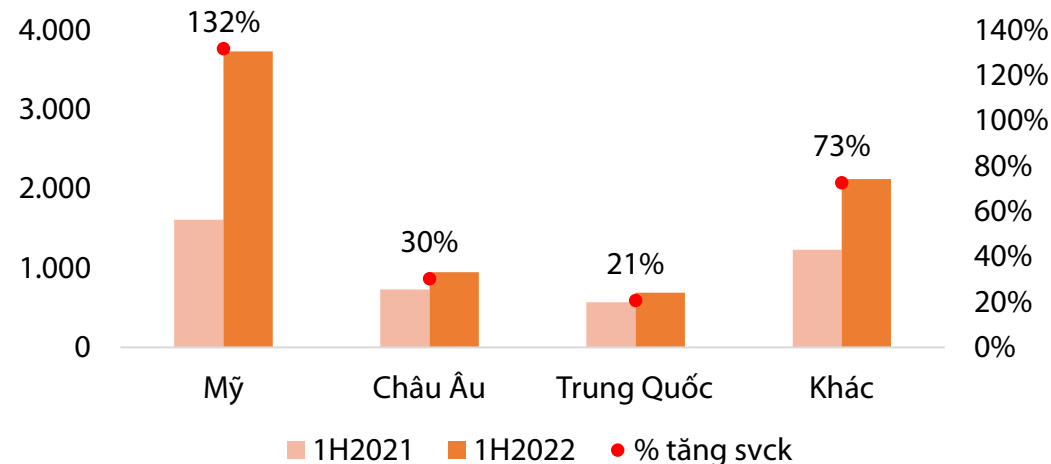
Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá bán theo tháng của VHC (USD/kg)



Nguồn: ArgoMonitor, CTCK Rồng Việt

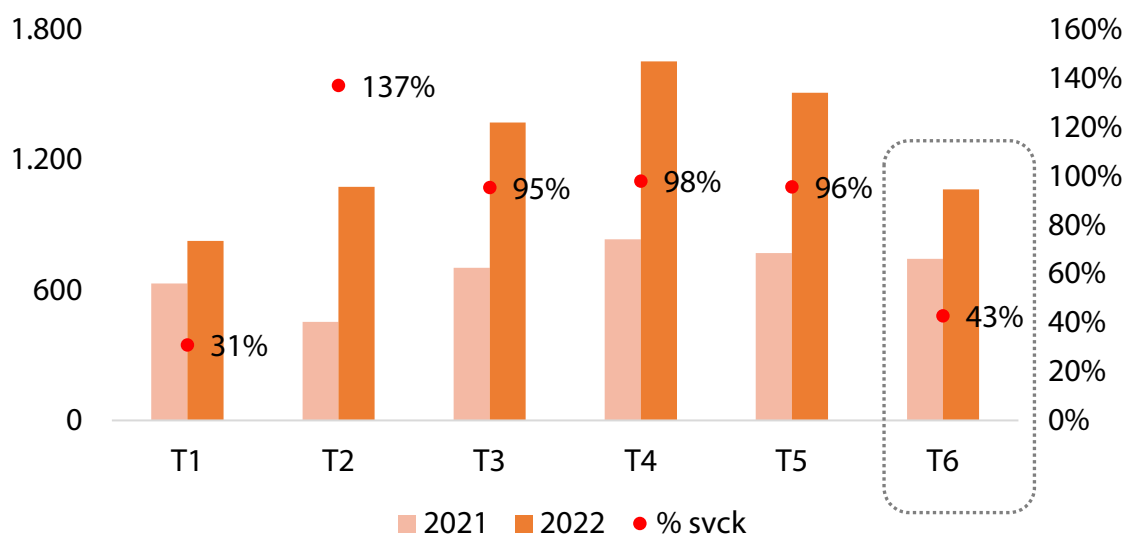
Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo thị trường 1H2022 (tỷ VND)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

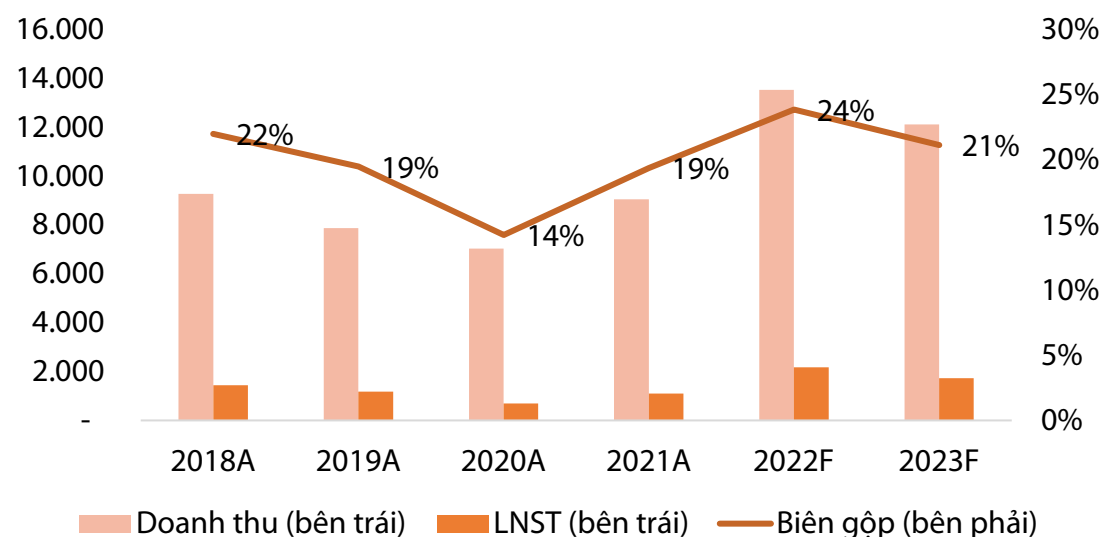
- Doanh thu tháng 6/2022 bắt đầu tăng trưởng âm 30% so với tháng trước, chủ yếu do doanh thu xuất khẩu sang Mỹ giảm mạnh 59% n/n dưới áp lực lạm phát và tồn kho cá tra dư thừa sau khi nhập khẩu ồ ạt. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ sẽ dần hồi phục trong những tháng tới do lượng hàng tồn kho được tiêu thụ dần và đơn đặt hàng sẽ tăng trở lại để chuẩn bị cho lễ hội cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lo ngại rằng xuất khẩu của VHC sang thị trường Mỹ khó có thể quay trở lại mức đỉnh của Q2/2022.
- Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST sau CĐTS 2H2022 của VHC sẽ tăng lần lượt là 22% n/n và 20% n/n, nhưng lại giảm 20% và 36% so với 1H2022. Trong FY2022/2023, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 13.521 tỷ đồng/12.118 tỷ đồng (+49%/-10% n/n) và LNST sau CĐTS là 2.185/1.730 tỷ đồng (+98%/-21% n/n).

Hình 4: Doanh thu theo tháng của VHC (tỷ VND)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự phóng KQKD FY2022 & 2023 (tỷ VNĐ)



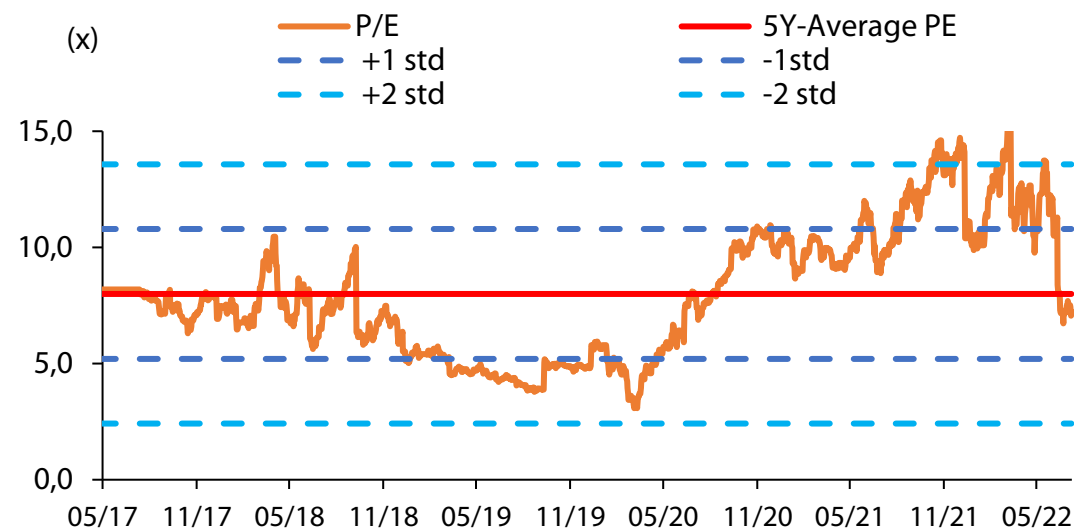
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng: Tóm tắt định giá

FCFF		SoTP		
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	Mảng	Phương pháp	Định giá
Lợi suất kỳ vọng	12,0%	Collagen và gelatin	P/E 13x	21.465
Beta	1,1	Cá tra	P/E 7x	67.875
WACC	11,9%	Sa Giang (SGC)	P/E 12x	3.937
Giá mục tiêu	88.620	Định giá (VND)		93.278
Giá mục tiêu, VND (50% FCFF, 50% SoTP)				91.000

- Giá thị trường giảm khiến P/E trượt của VHC trở về mức hấp dẫn hơn. Tuy nhiên, dựa trên triển vọng giảm tốc Q3/2022 của ngành cá tra, chúng tôi điều chỉnh giảm P/E mục tiêu năm 2022 của mảng cá tra từ 10,0x xuống 7,0x.
- Chúng tôi kết hợp hai phương pháp DCF (50%) và SoTP (50%) để tính giá mục tiêu kỳ hạn một năm là 91.000 đồng/cổ phiếu cho VHC. Ở mức giá mục tiêu, VHC đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 7,8 lần, tương đương P/E bình quân 5 năm.

Hình 6: TTM P/E lịch sử của VHC



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: +10%

<GTT: 48.600>

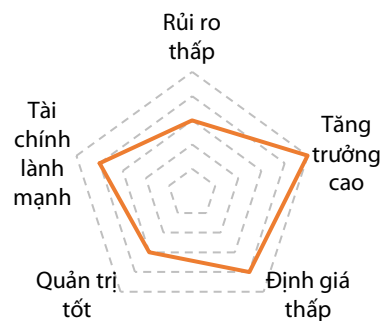
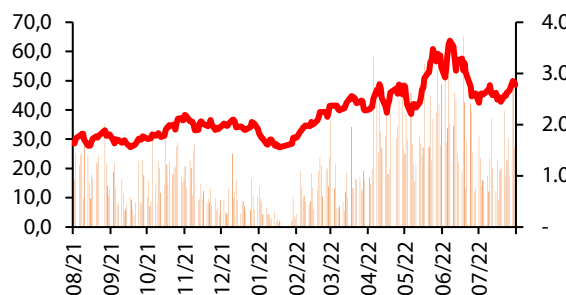
<GMT: 52.500>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ,Trái)



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BĐ giá 52 tuần

Thực phẩm và đồ uống
6.178
127
1.716
87
46,1
65 - 27

TÀI CHÍNH	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	3.494	5.282	5.129
LNST	128	864	725
ROA (%)	2,6	13,8	11,3
ROE (%)	5,5	29,4	21,3
EPS (đồng)	1.006	6.796	5.700
GTSS (đồng)	32.076	41.418	40.792
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	2.000
P/E (x) (*)	29,8	7,0	8,4
P/B (x) (*)	1,6	2,1	1,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

LNST FY2022 kỳ vọng tăng 6,75 lần n/n nhờ tăng trưởng doanh thu và mở rộng biên gộp

- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 5.282 tỷ đồng (+51% n/n) và 864 tỷ đồng (+6.75 lần n/n) nhờ: (1) Sự phục hồi nhu cầu mạnh mẽ và thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu thúc đẩy giá và sản lượng xuất khẩu; (2) Chuỗi giá trị tích hợp đầy đủ cùng với khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào sẽ giúp biên lợi nhuận gộp tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm trước, đạt 30% trong FY2022.
- Nhờ lợi thế đa dạng hóa thị trường, khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu và không xuất khẩu sang thị trường Mỹ vốn đang hạn chế sức mua, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kinh doanh trong 2H2022 của ANV sẽ ở mức cao đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành và có thể tăng cao hơn 1H2022 nếu biên gộp vẫn giữ nguyên hoặc chỉ giảm nhẹ.

KQKD 2023 phụ thuộc vào nhiều các yếu tố chưa chắc chắn

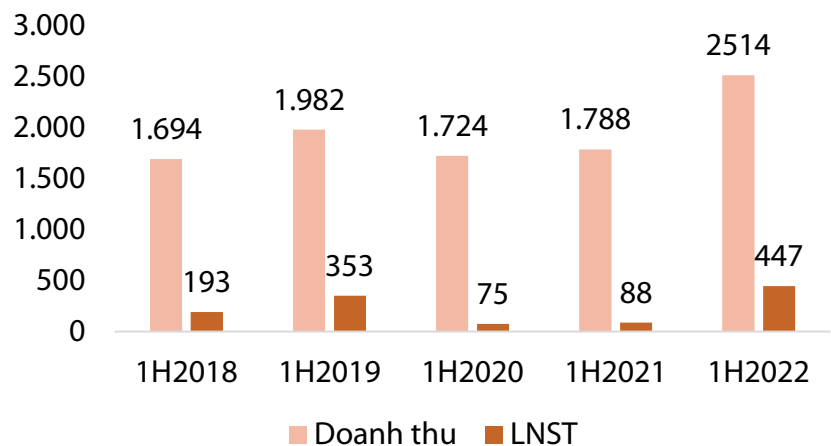
- Chúng tôi điểm qua một số yếu tố chính tác động đến KQKD 2023 của ANV như sau: (1) động lực cung-cầu cá tra toàn cầu và biến động giá cá tra, (2) thị trường Trung Quốc mở cửa (3) hiệu quả của phân khúc kinh doanh mới (collagen & gelatin). Chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu và LNST năm 2023 sẽ giảm lần lượt 3% và 16% YoY với quan điểm trung lập về tăng trưởng xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc và biên lợi nhuận gộp giảm do giá bán hạ nhiệt sau khi nguồn cung nguyên liệu phục hồi.
- Nhìn chung, chúng tôi đánh giá ANV là cơ hội đầu tư ngắn hạn cho 1H2022 thay vì năm 2023 do KQKD 2023 có nhiều rủi ro khó lường trước được.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Khả năng suy thoái kinh tế toàn cầu hạn chế các đơn đặt hàng phi lê mới.
- Cấm vận ở Trung Quốc kéo dài cản trở tốc độ hồi phục xuất khẩu cá tra sang thị trường này.

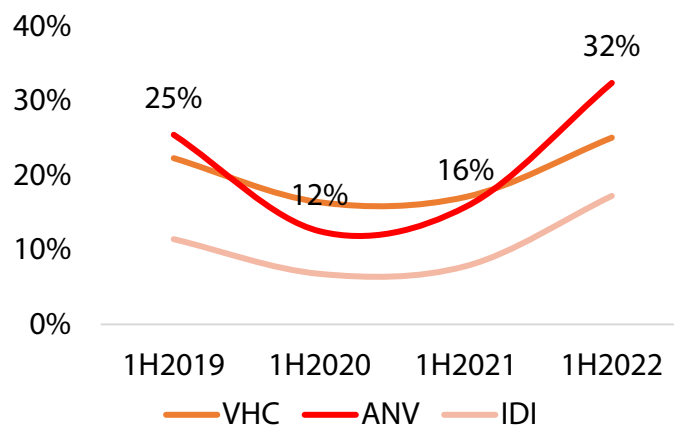
- Trong 1H2022, doanh thu thuần đạt 2.514 tỷ đồng (+40% YoY). LNST tăng gấp 4 lần so với cùng kỳ, đạt 447 tỷ đồng (+4 lần so với cùng kỳ năm trước). Sự tăng trưởng vượt bậc này được thúc đẩy bởi: (1) Phục hồi nhu cầu mạnh mẽ và thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu đã dẫn đến giá và sản lượng xuất khẩu tăng cao; (2) Chuỗi giá trị tích hợp hoàn toàn cùng với khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào sẽ giúp biên lợi nhuận gộp tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm trước, đạt 32% trong 1H2022.
- Về xuất khẩu, doanh thu tăng đáng kể chủ yếu nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của hầu hết các thị trường trọng điểm: Mexico, EU, ASEAN, Brazil và Nga với mức tăng trưởng từ 50% trở lên. Mặt khác, thị trường Trung Quốc giảm mạnh 57% n/n do chính sách "Zero Covid" cản trở xuất khẩu.
- Chi phí bán hàng tăng mạnh 63% n/n lên 210 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí vận tải tăng đáng kể trong bối cảnh xung đột Nga-Ukraine ngày càng phức tạp và áp lực từ chi phí nhiên liệu. Chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng mạnh 205% n/n lên 55 tỷ đồng do phải ghi trích lập dự phòng phải thu khó đòi của một số khách hàng Trung Quốc.

Hình 1: Doanh thu thuần, LNST 1H2022 (tỷ VND)



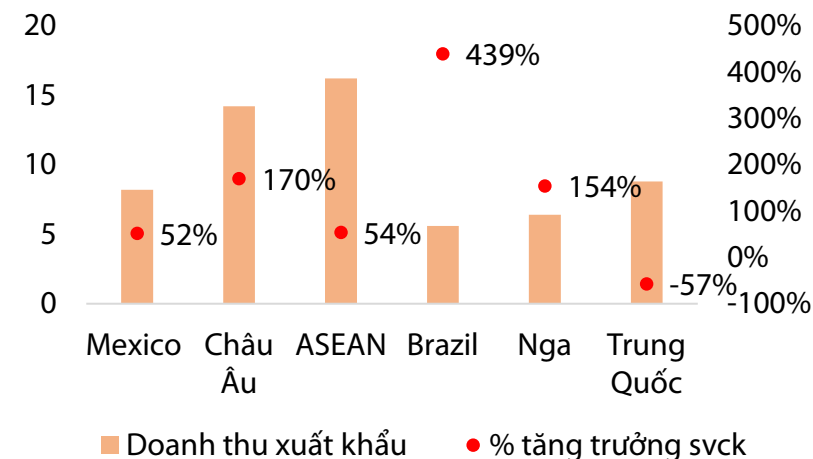
Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

Hình 2: So sánh biên lợi nhuận gộp



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

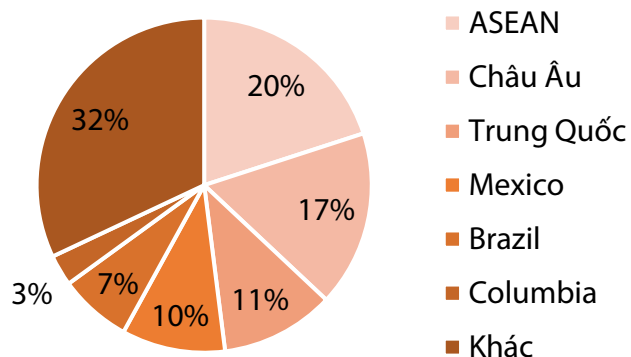
Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

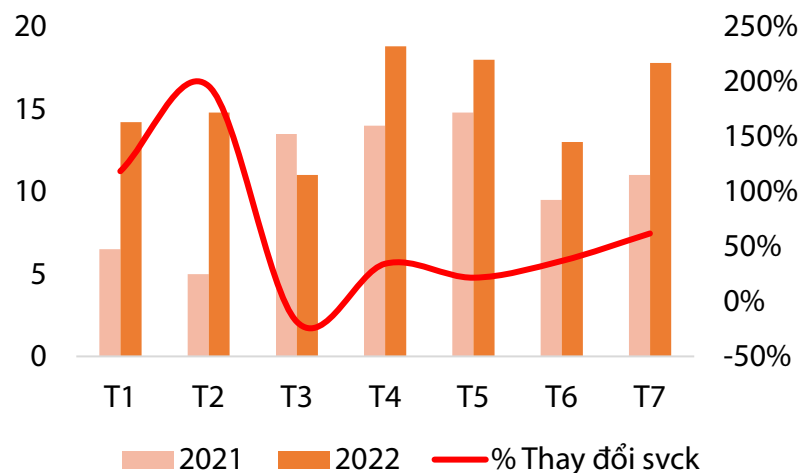
- Doanh thu tháng 7 đã tăng trở lại sau khi tạm giảm vào tháng 6/2022. Nhờ đa dạng hóa thị trường xuất khẩu và không xuất khẩu sang Mỹ, doanh thu xuất khẩu cá tra sẽ duy trì ở mức cao trong 2H2022 ngay cả khi toàn ngành có dấu hiệu giảm tốc so với 1H2022. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận 2H2022 sẽ phụ thuộc nhiều vào biến động biên gộp. Chúng tôi giả định chi phí đầu vào trong 2H2022 của ANV vẫn duy trì ở mức 1H2022, trong khi giá bán giảm nhẹ do nguồn cung nguyên liệu phục hồi, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp 2H2022 là 28%, thấp hơn mức 32% của 1H2022. Nhìn chung, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST 2H2022 của ANV là 2.768 tỷ đồng (+10% so với 1H2022 và + 62% n/n) và 417 tỷ đồng (-7% so với 1H2022 và +9 lần n/n).
- Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy KQKD FY2023 tăng trưởng so với cùng kỳ còn nhiều bất ổn do phụ thuộc vào các yếu tố bất bình như cung cầu cá tra toàn cầu, diễn biến giá cá tra, việc mở cửa thị trường Trung Quốc, hiệu quả kinh doanh của các mảng mới (collagen & gelatin). Do đó, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu và LNST năm 2023 giảm lần lượt 3% và 16% YoY, tương ứng với quan điểm trung lập về tăng trưởng xuất khẩu sang Trung Quốc. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá ANV là cơ hội đầu tư ngắn hạn cho 1H2022 thay vì năm 2023 do KQKD 2023 có nhiều rủi ro khó lường trước được.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu theo thị trường 1H2022



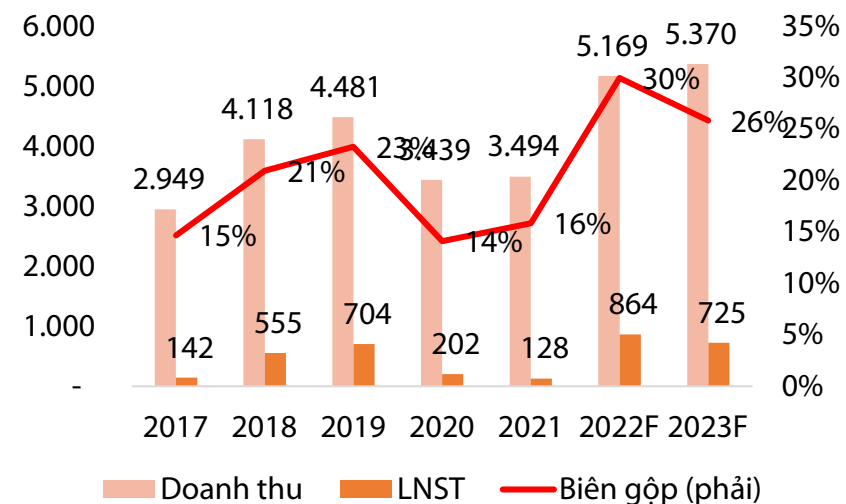
Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Doanh thu cá tra theo tháng (triệu USD)



Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng KQKD FY2022-23 (tỷ VND)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ**Nguyễn Thị Phương Lam****Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ**Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm**Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng**Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An**Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh**Senior Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan**Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thành**Analyst**

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Nguyễn Ngọc Thảo**Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà**Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng**Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Bernard Lapointe**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My**Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân**Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

Trần Ngọc Thảo Trang**Assistant**

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

