

Triển vọng ngành Thủy sản năm 2024: Dự kiến phục hồi vào nửa cuối năm 2024

Triển vọng năm 2024: Tích cực

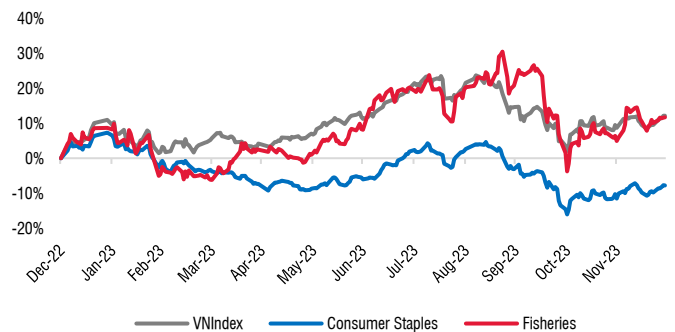
Cổ phiếu ưa thích: FMC. Cổ phiếu theo dõi: VHC

Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Thủy sản có diễn biến phù hợp so với VNIndex, do nhà đầu tư đang chờ đợi lợi nhuận của ngành tạo đáy.

Trong năm 2023, cổ phiếu ngành thủy sản tăng 11,7% so với đầu năm, khá sát với mức tăng 12% của chỉ số VNIndex. Các cổ phiếu có diễn biến giá tích cực nhất bao gồm FMC (+47%); ANV (+43%); và VHC (+7%).

Với FMC, thị trường xuất khẩu tôm Nhật Bản vẫn duy trì tốt nhờ trạng trại tôm mới đi vào hoạt động. Với ANV là doanh nghiệp mới gia nhập thị trường Mỹ trong năm 2023. Trong khi đó, VHC với hoạt động xuất khẩu chính vào thị trường Mỹ lại ghi nhận kết quả yếu hơn ngành do thị trường Mỹ là thị trường có mức suy giảm mạnh nhất.

Diễn biến ngành trong năm 2023

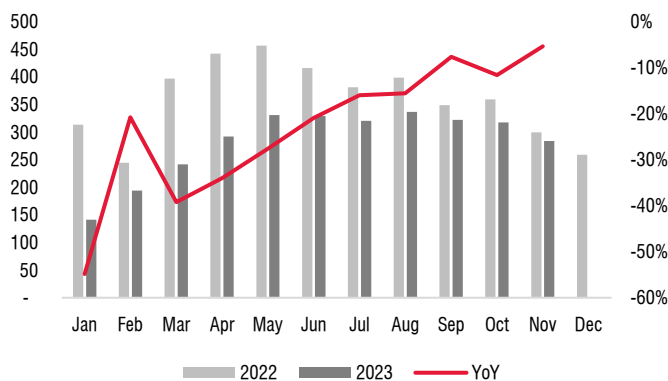


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

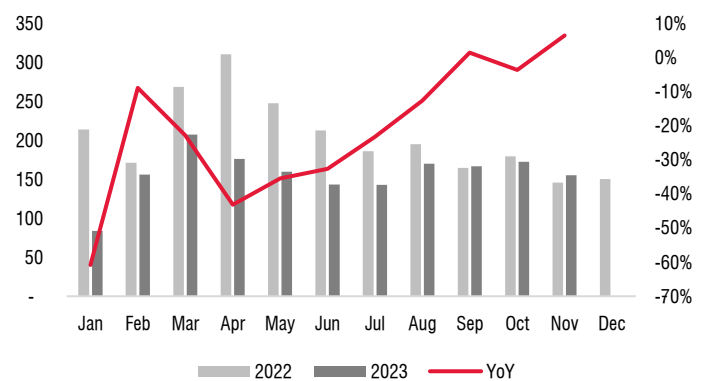
Triển vọng năm 2024

- Chúng tôi kỳ vọng tốc độ phục hồi chậm trong năm 2024, chủ yếu là vào nửa cuối năm 2024, do xuất khẩu thủy sản Việt Nam tiếp tục có xu hướng giảm từ năm 2023. Trong 11 tháng đầu năm 2023, kim ngạch xuất khẩu thủy sản Việt Nam đạt 8,2 tỷ USD (giảm 20% svck), trong đó xuất khẩu tôm và cá tra lần lượt đạt 3,1 tỷ USD (giảm 23% svck) và 1,7 tỷ USD (giảm 27% svck). Chúng tôi lưu ý rằng tốc độ giảm của xuất khẩu thủy sản đã giảm dần kể từ Q2/2023, tuy nhiên không ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể và giá bán trung bình so với năm trước vẫn đang suy giảm.

Kim ngạch xuất khẩu tôm (triệu USD)



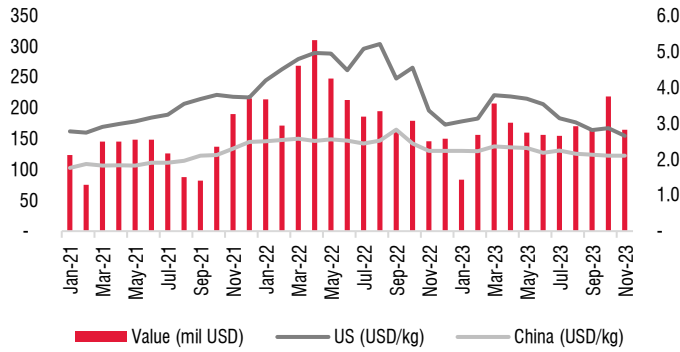
Kim ngạch xuất khẩu cá tra (triệu USD)



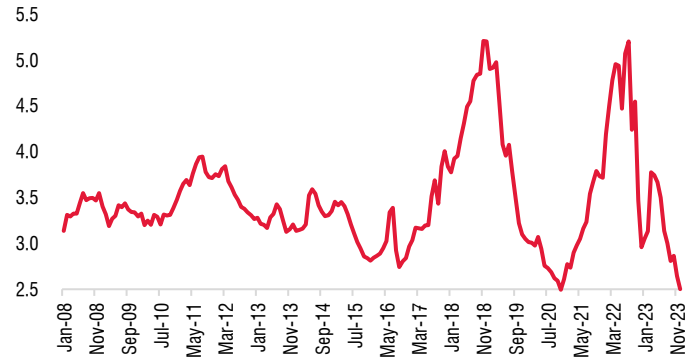
Nguồn: Vasep, SSI Research

- **Đối với ngành cá tra**, nhìn lại chu kỳ trước, chúng tôi quan sát thấy giá bán trung bình phải mất từ 1,5-2 năm để chạm đáy và mất khoảng 4 năm để đi hết chu kỳ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình của cá tra có thể tăng trở lại trong nửa cuối năm 2024 (hai năm từ đỉnh xuống đáy). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất sang Châu Âu và Trung Quốc sẽ bù đắp một phần sự sụt giảm sản lượng xuất sang Mỹ trong nửa đầu năm 2024 và nhu cầu từ Mỹ sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2024 (mùa cao điểm). Trong tháng 12/2023, giá bán trung bình sang Mỹ và Trung Quốc lần lượt đạt 2,5 USD/kg (giảm 16% svck) và 2,1 USD/kg (giảm 8% svck), tiếp tục xu hướng giảm kể từ tháng 8/2022.

Giá trị xuất khẩu cá tra và giá bán bình quân xuất sang Mỹ và TQ



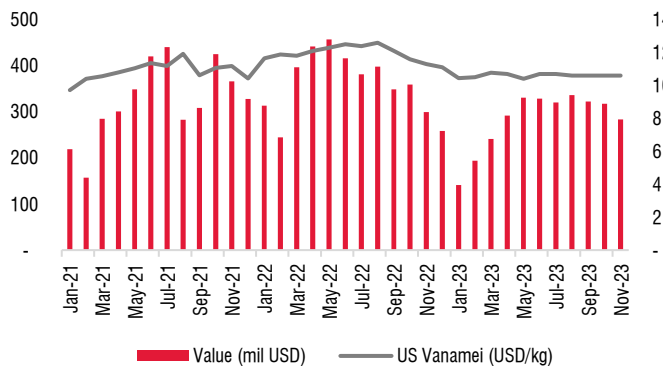
Giá bán bình quân cá tra xuất sang Mỹ (USD/kg)



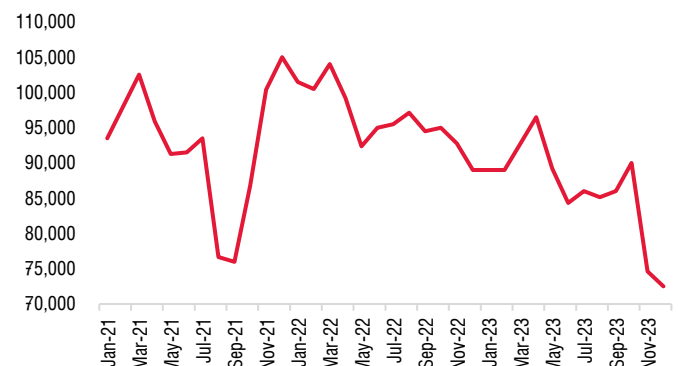
Nguồn: Agromonitor, SSI Research

- **Đối với ngành tôm**, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu tôm trong nước sẽ tập trung vào các sản phẩm có giá trị gia tăng và chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu theo tháng sẽ tăng với tốc độ chậm. Chúng tôi lưu ý rằng trong số các nước xuất khẩu tôm hàng đầu, Việt Nam đứng thứ 4 tại thị trường Mỹ (sau Ấn Độ, Indonesia, Ecuador) và đứng số 1 tại Nhật Bản, do Việt Nam có lợi thế sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng với nguồn công nhân lành nghề sử dụng công nghệ xử lý tiên tiến. Ecuador/Ấn Độ/Indonesia chủ yếu xuất khẩu tôm chưa qua chế biến với giá bán thấp. Trong tháng 12/2023, giá xuất khẩu tôm sang Mỹ đạt khoảng 6,8-7,6 USD/kg (giảm 13% svck), so với giá xuất khẩu tôm của Việt Nam sang Mỹ ở mức 10,6 USD/kg (giảm 5% svck). Giá bán tôm bình quân có thể duy trì ổn định hoặc tăng nhẹ so với cùng kỳ trong năm 2024 do nhu cầu tiêu dùng phục hồi yếu và phải cạnh tranh với Ecuador/Ấn Độ/Indonesia (giá chiết khấu cao hơn).

Tổng giá trị xuất khẩu tôm và giá bán bình quân sang Mỹ



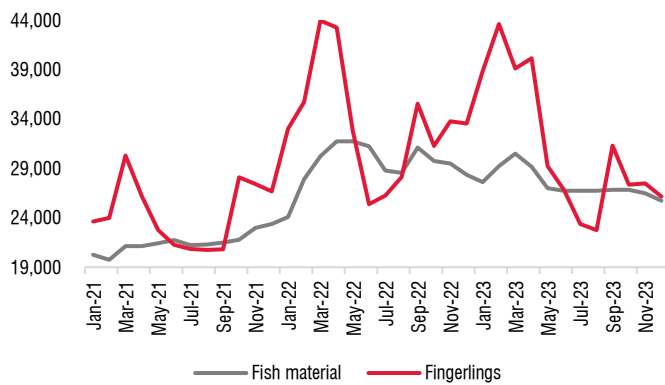
Giá tôm nguyên liệu (đồng/kg)



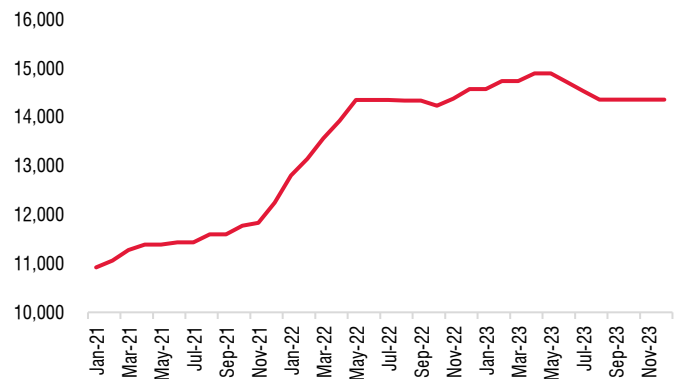
Nguồn: VASEP, SSI Research

- **Giá đầu vào giảm giúp hỗ trợ một phần biên lợi nhuận gộp của các công ty chế biến:** Do giá bán trung bình giảm, trong tháng 12/2023, chúng tôi nhận thấy giá cá nguyên liệu và cá giống lần lượt giảm 9% và 22% svck. Giá tôm nguyên liệu giảm 19% svck trong tháng 12/2023. Do sản lượng đơn đặt hàng phục hồi yếu, chúng tôi cho rằng sẽ không thiếu nguồn cung tôm hay cá nguyên liệu và giá sẽ giảm nhẹ do nhu cầu yếu. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp vẫn sẽ giảm so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2024 do giá bán trung bình giảm so với cùng kỳ và mức giảm nhanh hơn so với nguyên liệu đầu vào.
- **Chi phí vận chuyển tăng có thể làm suy yếu lợi nhuận của các doanh nghiệp xuất khẩu trong Q1/2024:** Do căng thẳng tại Biển Đò leo thang, chi phí vận chuyển từ Việt Nam đến thị trường Mỹ/Châu Âu tăng hơn gấp đôi trong tháng 1/2024 so với tháng 12/2023. Chúng tôi ước tính chi phí vận chuyển tăng sẽ khiến chi phí vận chuyển/doanh thu của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra tăng khoảng 3-5% trong tháng 12/2023 lên 7-10% trong tháng 1/2024. Hầu hết các doanh nghiệp xuất khẩu đều sử dụng hợp đồng FOB khi xuất khẩu, nghĩa là người mua sẽ chịu chi phí vận chuyển. Tuy nhiên, do nhu cầu vẫn suy yếu nên người mua có thể đàm phán với nhà cung cấp để chia sẻ gánh nặng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu trong Q1/2024 có thể phải đối mặt với chi phí bán hàng cao hơn hoặc giá bán thấp hơn cho đến khi căng thẳng Biển Đò hạ nhiệt.

Giá cá nguyên liệu và cá giống (đồng/kg)



Giá thức ăn thủy sản (đồng/kg)



Nguồn: VASEP, SSI Research

- **Xét về định giá, chúng tôi nhận thấy mức định giá sẽ hướng về mức trên trong phạm vi P/E trung bình 10 năm trong khoảng 6x-11x**, vì nhà đầu tư kỳ vọng lợi nhuận sẽ chạm đáy trong năm 2024, với mức tăng trưởng âm trong nửa đầu năm 2024 và tăng trưởng dương trong nửa cuối năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của ngành thủy sản sẽ tăng khoảng 20%-30% svck trong năm 2024 (chủ yếu là trong nửa cuối năm 2024), so với mức giảm lợi nhuận khoảng 50%-80% svck trong năm 2023. Cổ phiếu ngành thủy sản hiện giao dịch ở mức P/E 2024 trong khoảng 9x-31x, phản ánh mức lợi nhuận dự kiến phục hồi trong năm 2024. Định giá cổ phiếu đang ở mức cao lịch sử, tuy nhiên chưa có dấu hiệu rõ ràng nào cho thấy giá cá tra sẽ phục hồi. Với giả định của chúng tôi rằng giá cá tra sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2024, mức lợi nhuận năm 2024 có thể sẽ vẫn thấp hơn lợi nhuận trong giai đoạn 2021-2022. Chúng tôi lưu ý rằng bất kỳ dấu hiệu tích cực nào về sự phục hồi doanh thu tháng và giá bán trung bình đều có thể cải thiện tâm lý đối với cổ phiếu liên quan đến tôm/cá tra.
- **Khuyến nghị đối với ngành: Trung lập**
- **Yếu tố hỗ trợ/rủi ro:** (i) Tiêu dùng Mỹ/Trung Quốc mạnh/yếu hơn dự kiến; và (ii) giá bán bình quân cao hơn/thấp hơn dự kiến.

STT	CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1Y	1Y	12/29/2023	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
1	VHC	4,0%	64.500	62.000	79,7%	-45,2%	29,9%	6,8	12,6	9,7	26,2%	12,5%	14,4%	2,9%	0,0%	2,7%
2	FMC	23,3%	55.500	45.000	15,7%	-6,0%	24,9%	7	10,1	8,1	15,2%	13,2%	15,3%	6,2%	4,4%	4,4%
3	ANV	3,7%	32.250	31.100	423,3%	-83,6%	20,7%	4,3	37,5	31,1	25,8%	3,8%	4,5%	4,4%	3,2%	3,2%

Nguồn: SSI Research

Cổ phiếu ưa thích: FMC. Cổ phiếu theo dõi: VHC

1. CTCP Thực phẩm Sao Ta (FMC: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 29/12/2023: 45.000 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 55.500 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Dựa trên kết quả sơ bộ năm 2023, kim ngạch xuất khẩu FMC đạt 201 triệu USD (giảm 11% svck), mức giảm thấp hơn so với thị trường xuất khẩu tôm trong nước nói chung do thị trường trọng điểm của FMC là Nhật Bản vẫn duy trì ổn định.
 - ✓ Thị trường Nhật Bản chiếm 40% tổng doanh thu. Thị trường có giá bán trung bình cao hơn, ít cạnh tranh và rào cản gia nhập cao do quốc gia này ưa chuộng các sản phẩm có giá trị gia tăng.
 - ✓ Vinfarm ở Vĩnh Thuận (203 ha) đi vào hoạt động hết công suất từ tháng 7/2023, giúp tăng khả năng sử dụng cung nguyên liệu đầu vào lên khoảng 40% trong năm 2024 (so với 30% vào năm 2022).
- **Rủi ro:**
 - ✓ Giá tôm thấp hơn dự kiến.
 - ✓ Nhu cầu yếu hơn dự kiến ở thị trường Nhật Bản.

Bảng tài chính tóm tắt

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	3.710	4.415	5.199	5.702	5.328	6.029
NPATMI	230	226	267	309	291	363
Tăng trưởng NPATMI (% svck)	27,3%	-1,7%	18,1%	15,8%	-6,0%	24,9%
EPS (VND)	2.985	2.928	3.630	4.276	4.444	5.549
ROE (%)	27,1%	21,6%	18,8%	15,7%	13,7%	16,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	10,9%	7,7%	5,0%	5,0%	4,4%	4,4%
Nợ/VCSH (%)	0,27	0,41	0,21	0,24	0,21	0,21
P/E (x)	7,7	11,03	10,98	8,78	10,13	8,11
P/B (x)	1,11	1,95	1,32	1,41	1,41	1,27
EV/EBITDA (x)	3,6	5,34	5,76	6,05	6,01	4,87

Nguồn: FMC, SSI Research

2. CTCP Vĩnh Hoàn (VHC: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 29/12/2023: 62.000 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 64.500 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ VHC dẫn đầu các doanh nghiệp sản xuất cá tra với CAGR LNST đạt 27% giai đoạn 2017-2022. Dựa trên kết quả sơ bộ, doanh thu trong 11T2023 đạt 9,2 nghìn tỷ đồng (giảm 28% svck), do giá bán trung bình tại Mỹ giảm 30% svck. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi giá bán trung bình trong nửa cuối năm 2024 sẽ là động lực tăng trưởng chính của VHC.
 - ✓ VHC là công ty niêm yết duy nhất được miễn thuế chống bán phá giá liên tục khi xuất khẩu cá tra sang Mỹ, đến năm 2022. ANV là công ty niêm yết thứ hai được hưởng miễn thuế và bắt đầu xuất khẩu sang Mỹ trong năm 2023. Mức thuế xuất khẩu dành cho các công ty khác dự kiến sẽ là 0,14 USD/kg (giảm từ 2,39 USD/kg trong POR 18) cho năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các đối thủ của VHC có thể sẽ cần khoảng 2 năm để gia nhập thị trường Mỹ nhằm tìm kiếm nhà phân phối và khách hàng cũng như thiết lập hệ thống kiểm soát (kiểm tra lại hàng năm). Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ giữ được vị thế dẫn đầu tại thị trường Mỹ (40% thị phần).
 - ✓ VHC gần đây đã đầu tư vào dự án Sa Giang và Thanh Ngọc Fruit để đa dạng hóa dòng sản phẩm và hỗ trợ dòng tiền trong chu kỳ đi xuống của ngành cá tra.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Giá cá tra thấp hơn dự kiến.
 - ✓ Nhu cầu từ thị trường Mỹ yếu hơn dự kiến.
 - ✓ Cạnh tranh về giá từ đối thủ ANV, một đối thủ mới thâm nhập thị trường Mỹ trong năm 2023.

Bảng tài chính tóm tắt

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	7.867	7.037	9.054	13.239	10.206	11.854
NPATMI	1.179	719	1.101	1.977	1.083	1.407
Tăng trưởng NPATMI (% svck)	-18,2%	-39,0%	53,1%	79,5%	-45,2%	29,9%
EPS (VND)	6.371	4.277	6.052	10.865	5.952	7.732
ROE (%)	26,5%	14,3%	20,1%	29,7%	13,3%	15,3%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	4,8%	3,2%	2,9%	0,0%	2,9%
Nợ/VCSH (%)	0,18	0,23	0,32	0,31	0,27	0,21
P/E (x)	6,22	9,68	10,38	6,42	11,48	8,83
P/B (x)	1,5	1,47	2,05	1,71	1,45	1,29
EV/EBITDA (x)	4,28	7,04	7,43	4,69	7,63	5,79

Nguồn: VHC, SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành Thủy sản

Hoàng Anh Tuấn

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

tuanha2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3089

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiền, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043