

22/10/2024

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa
hoaduong@phs.vn

DẪN ĐẦU CUỘC ĐUA GIÀNH THỊ PHẦN TẠI MỸ

- Trong 9T2024, xuất khẩu cá tra Việt Nam đang ghi nhận nhiều tín hiệu tích cực, trong đó, sự tăng trưởng về sản lượng đã bù đắp cho sự sụt giảm của đơn giá xuất khẩu, giúp kim ngạch xuất khẩu duy trì đà tăng.
- Trung Quốc, Mỹ và EU tiếp tục là 3 thị trường xuất khẩu trọng điểm của ngành với sự dẫn dắt chủ yếu đến từ Mỹ khi ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể về sản lượng và giá bán liên tục phục hồi. Thị trường Trung Quốc dù ghi nhận các tín hiệu phục hồi tốt, song giá bán cá tra tại đây vẫn ỉ ạch.
- Chúng tôi nhận định rằng ngành cá tra Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì triển vọng khả quan trong năm 2025, sự tăng trưởng được hỗ trợ chủ yếu bởi sự gia tăng về sản lượng xuất khẩu sang Mỹ trong khi giá bán bình quân toàn ngành chỉ cải thiện nhẹ do gặp nhiều thách thức hơn tại Trung Quốc.
- Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi là VHC và ANV với tiềm năng tăng giá so với giá hiện tại lần lượt là 17% và 14%.

Cập nhật ngành cá tra Việt Nam

Xuất khẩu cá tra Việt Nam trong năm 2024 đang ghi nhận nhiều diễn biến tích cực. Đặc biệt, sự tăng trưởng về sản lượng đã bù đắp cho sự sụt giảm của đơn giá xuất khẩu, giúp kim ngạch xuất khẩu duy trì đà tăng. Lũy kế 9M2024, kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam tăng 5.8% YoY đạt 1.4 tỷ USD, sản lượng xuất khẩu cá tra tăng 15.5% YoY đạt 670 nghìn tấn. Trong khi đó, giá cá tra xuất khẩu trung bình vẫn ở mức thấp, đạt 2.1 USD/kg (-8.4% YoY).

Trung Quốc và Mỹ là 2 thị trường dẫn dắt đà tăng trưởng về sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam với sản lượng xuất khẩu lần lượt tăng 8.6% YoY và 38.6% YoY đạt 202 nghìn tấn và 85 nghìn tấn trong 9T2024. Giá cá tra xuất khẩu Mỹ dù vẫn thấp hơn so với mức đỉnh hồi năm 2022 nhưng đã liên tục phục hồi kể từ đầu năm nay, đạt 3.2 USD/kg (+11.2% YoY) tính đến tháng 9/2024. Trong khi đó, giá cá tra xuất khẩu Trung Quốc liên tục giảm từ năm 2023 đến nay do đối mặt với sự cạnh tranh cao từ các loại cá thịt trắng khác, đạt mức 1.7 USD/kg (-20.8% YoY). Trong khi đó, tiêu thụ cá tra tại EU vẫn chưa có nhiều khởi sắc với sản lượng và kim ngạch xuất khẩu cá tra tại đây, theo chúng tôi ước tính, vẫn đi ngang so với cùng kỳ năm ngoái.

Đến giữa tháng 9/2024, diện tích nuôi cá tra tại Đồng Tháp, An Giang, Cần Thơ giảm 2% YoY còn khoảng 4,241 ha do thời tiết xấu và giá cá tra thấp, khiến nông dân hạn chế mở rộng vùng nuôi. Dù vậy, nhờ năng suất nuôi cá tra ngày càng cải thiện, sản lượng thu hoạch cá tra nguyên liệu tăng 8.4% YoY đạt khoảng 1.03 triệu tấn trong 9T2024, giúp đảm bảo nguồn cung cá tra ổn định ngay cả khi các hộ nuôi điều chỉnh lượng thả mới phù hợp với nhu cầu tiêu thụ.

Triển vọng ngành cá tra Việt Nam

Chúng tôi nhận định rằng ngành cá tra Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì triển vọng khả quan trong năm 2025, sự tăng trưởng được hỗ trợ chủ yếu bởi sự gia tăng về sản lượng xuất khẩu sang Mỹ trong khi giá bán bình quân toàn ngành chỉ cải thiện nhẹ do gặp nhiều thách thức hơn tại Trung Quốc:

(1) Tại Mỹ, lệnh cấm nhập khẩu thủy sản có nguồn gốc Nga dù được chế biến từ bên thứ 3 cùng với sự khan hiếm nguồn cung cá rô phi từ Trung

Quốc tạo cơ hội cho cá tra Việt Nam trở thành sản phẩm thay thế tiềm năng cho các loại cá thịt trắng này. Theo đà tăng về sản lượng xuất khẩu, chúng tôi kỳ vọng rằng giá cá tra xuất khẩu sang Mỹ sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm 2025F.

Tuy nhiên, PHS cũng lưu ý về rủi ro chính sách kinh tế nếu Donald Trump tái đắc cử Tổng thống Mỹ vào tháng 11/2024, đặc biệt là việc áp thuế quan cao đối với hầu hết hàng nhập khẩu từ các quốc gia, bao gồm cá tra Việt Nam. Dù vậy, chúng tôi cho rằng mức thuế 10% - 20% áp dụng cho hầu hết quốc gia sẽ không làm giảm khả năng cạnh tranh của Việt Nam, trong khi mức thuế 60% đối với Trung Quốc có thể mang lại lợi thế cho xuất khẩu thủy sản Việt Nam, đặc biệt là trong bối cảnh cạnh tranh thị phần giữa cá tra Việt Nam với cá rô phi Trung Quốc tại Mỹ.

(2) Xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc có thể gặp nhiều thách thức hơn khi chịu áp lực cạnh tranh rất lớn với cá minh thái Nga và sự chuyển dịch cơ cấu sản phẩm cá tra phi lê sang sản phẩm cá tra nguyên con có giá trị gia tăng thấp làm giảm giá trị thương mại của ngành.

(3) Tại EU, xuất khẩu cá tra Việt Nam vẫn sẽ chưa thật sự bứt phá khi mức độ cạnh tranh cả về giá và chất lượng vẫn kém hơn so với các dòng cá thịt trắng khác.

Rủi ro

(1) Rủi ro cạnh tranh, (2) Rủi ro dịch bệnh, điều kiện thời tiết không thuận lợi cho nuôi trồng, (3) Rủi ro nguồn nguyên liệu đầu vào, (4) Rủi ro chi phí vận chuyển tăng cao và thời gian vận chuyển kéo dài, (5) Rủi ro đơn giá thấp, (6) Rủi ro tỷ giá hối đoái.

Bảng 1: Tổng hợp khuyến nghị của PHS (dữ liệu tại ngày 21/10/2024)

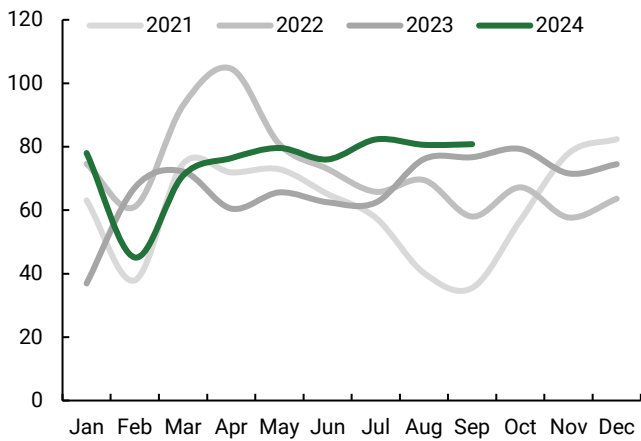
Mã	Giá	Khuyến nghị	Giá hợp lý	Tiềm năng tăng/giảm	P/E		P/B	
					2024F	2025F	2024F	2025F
VHC	73,200	TĂNG TỶ TRỌNG	83,900	17%	13.6	12.2	1.7	1.6
ANV	33,300	TĂNG TỶ TRỌNG	38,100	14%	46.4	21.5	1.6	1.6

Nguồn: PHS tổng hợp và dự báo

Cập nhật ngành cá tra

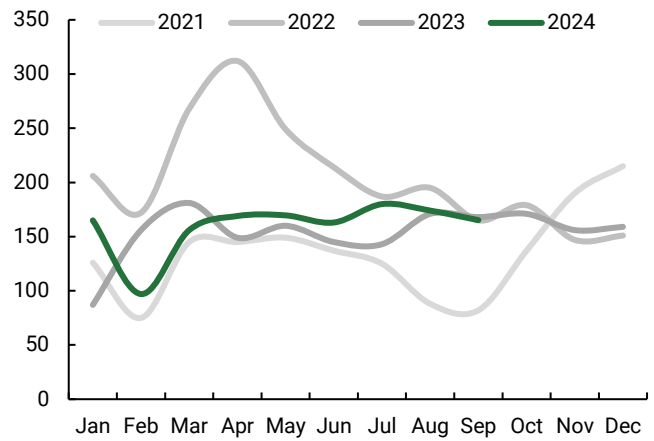
Xuất khẩu cá tra Việt Nam trong năm 2024 đang ghi nhận nhiều diễn biến tích cực. Đặc biệt, sự tăng trưởng về sản lượng đã bù đắp cho sự sụt giảm của đơn giá xuất khẩu, giúp kim ngạch xuất khẩu duy trì đà tăng. Lũy kế 9M2024, kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam tăng 5.8% YoY đạt 1.4 tỷ USD, sản lượng xuất khẩu cá tra tăng 15.5% YoY đạt 670 nghìn tấn. Trong khi đó, giá cá tra xuất khẩu trung bình vẫn ở mức thấp, đạt 2.1 USD/kg (-8.4% YoY).

Hình 1: Sản lượng xuất khẩu cá tra qua từng tháng (Nghìn tấn)



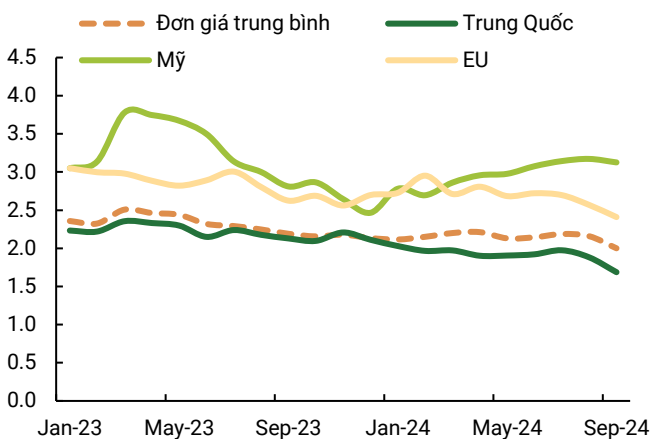
Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Hình 2: Kim ngạch xuất khẩu cá tra qua từng tháng (Triệu USD)



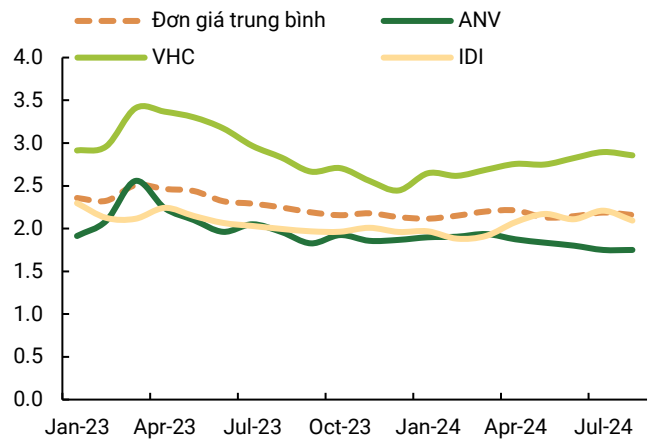
Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Hình 3: Đơn giá cá tra xuất khẩu trung bình qua các thị trường chính (USD/kg)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Hình 4: Đơn giá cá tra xuất khẩu trung bình tại các doanh nghiệp (USD/kg)



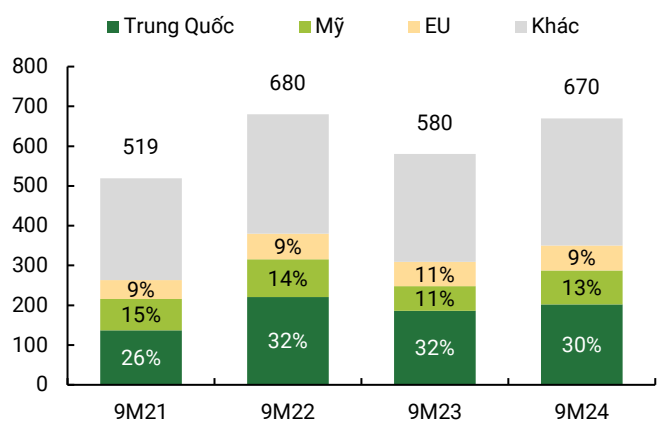
Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Về thị trường xuất khẩu, Trung Quốc và Mỹ là 2 thị trường dẫn dắt đà tăng trưởng về sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam. Trong 9M2024, xuất khẩu cá tra ghi nhận sự mở rộng tại Mỹ, với thị phần tăng lên mức 13% từ mức 11% vào 9M2023. Theo đó, sản lượng và giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ đều tăng mạnh mẽ, lần lượt đạt 85 nghìn tấn (+38.6% YoY) và 256 triệu USD (+24.5% YoY). Giá cá tra xuất khẩu Mỹ dù vẫn thấp hơn so với mức đỉnh hồi

năm 2022 nhưng đã liên tục phục hồi kể từ đầu năm nay, đạt 3.1 USD/kg (+11.2% YoY) tính đến tháng 9/2024.

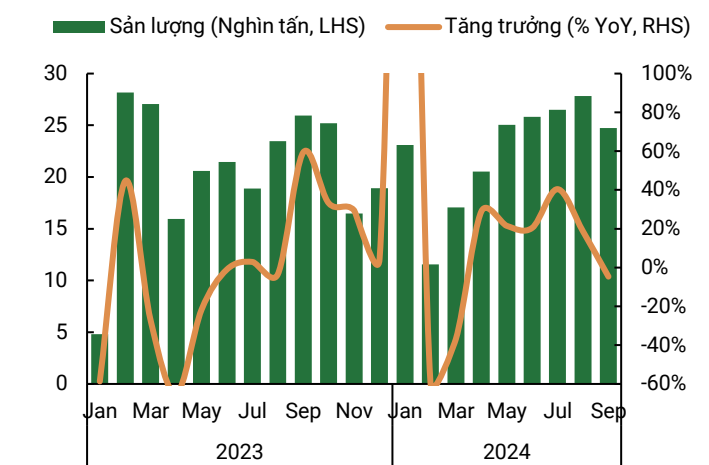
Tại Trung Quốc, sản lượng xuất khẩu cá tra phục hồi qua từng tháng, nhưng đơn giá xuất khẩu vẫn ở mức thấp đã kìm hãm mức tăng trưởng tại đây. Lũy kế 9M2024, xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc đạt 202 nghìn tấn, tương ứng 386 triệu USD, tăng 8.6% YoY về lượng nhưng giảm 7.2% YoY về giá trị. Giá cá tra xuất khẩu Trung Quốc liên tục giảm từ năm 2023 đến nay do đối mặt với sự cạnh tranh cao từ các loại cá thịt trắng khác, đạt mức 1.7 USD/kg (-20.8% YoY) tính đến tháng 9/2024. Trong khi đó, tiêu thụ cá tra tại EU vẫn chưa có nhiều khởi sắc với sản lượng và kim ngạch xuất khẩu cá tra tại đây, theo chúng tôi ước tính, vẫn đi ngang so với cùng kỳ năm ngoài.

Hình 5: Sản lượng (Nghìn tấn)/Thị phần (%) các thị trường xuất khẩu cá tra trọng điểm



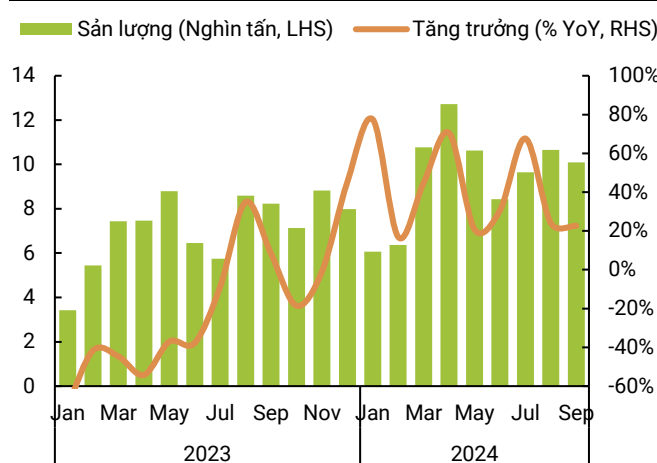
Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Hình 6: Sản lượng xuất khẩu cá tra đến Trung Quốc qua các tháng



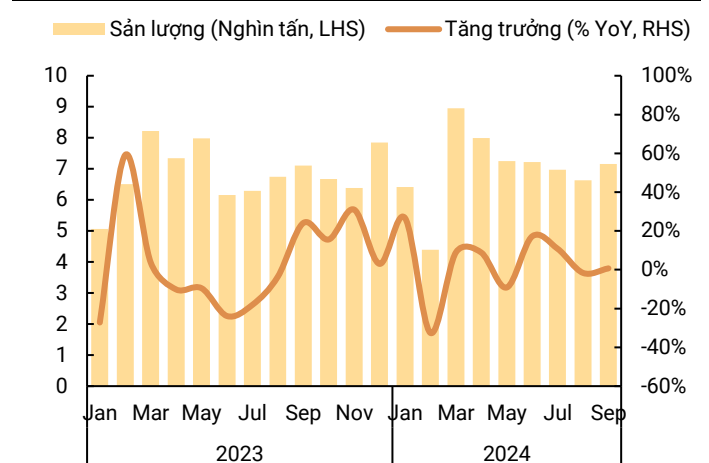
Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Hình 7: Sản lượng xuất khẩu cá tra đến Mỹ qua các tháng



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

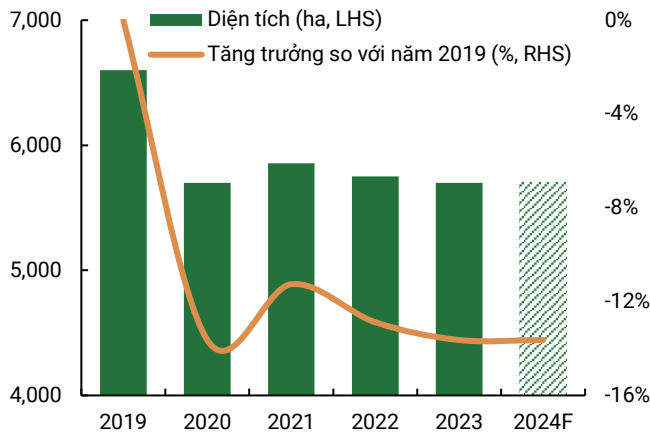
Hình 8: Sản lượng xuất khẩu cá tra đến EU qua các tháng



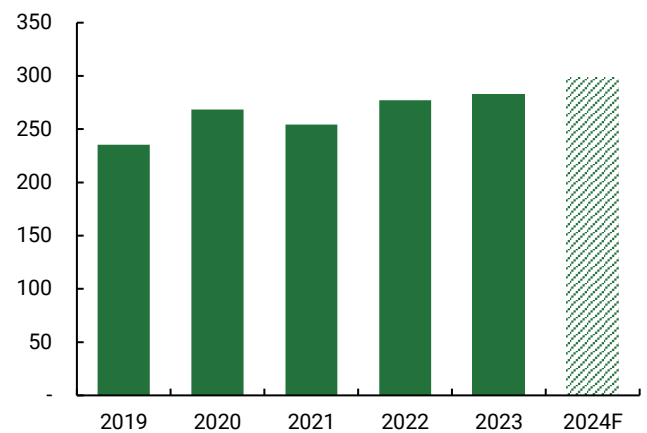
Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Theo Cục Thủy sản, tính đến giữa tháng 9/2024, diện tích thả nuôi cá tra tại Đồng Tháp, An Giang, Cần Thơ giảm 2% YoY ước đạt 4,241 ha. Nguyên nhân chủ yếu do điều kiện thời tiết bất lợi và giá cá tra duy trì ở mức thấp, khiến người nông dân hạn chế mở rộng diện tích thả nuôi. Ngoài ra, diễn biến cá bệnh đang diễn ra phổ biến tại các vùng nuôi khiến tỷ lệ cá hao hụt trong ao

khá cao, tạo nên những tổn thất không nhỏ cho các hộ nuôi. Dù vậy, nhờ vào việc áp dụng kỹ thuật nuôi hiện đại và cải thiện năng suất, sản lượng cá tra nguyên liệu tại Đồng bằng sông Cửu Long trong 9T2024 tăng 8.4% YoY đạt khoảng 1.03 triệu tấn, giúp đảm bảo nguồn cung cá tra ổn định ngay cả khi các hộ nuôi điều chỉnh lượng thả mới phù hợp với nhu cầu tiêu thụ. Ngành cá tra vẫn duy trì được sự phát triển bền vững bất chấp những khó khăn ngắn hạn về điều kiện thả nuôi và dịch bệnh.

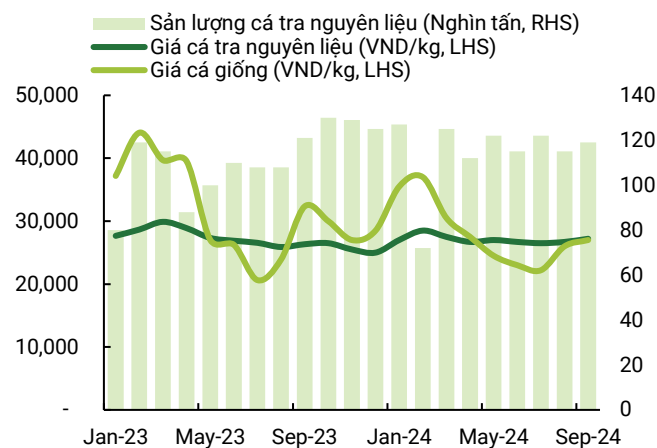
Hình 9: Diện tích nuôi trồng cá tra


Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

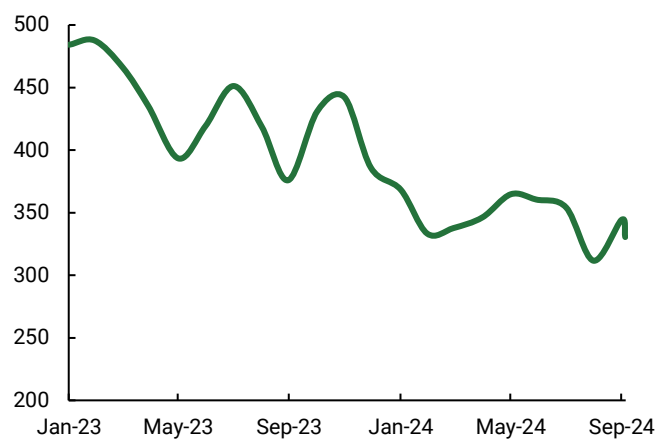
Hình 10: Năng suất nuôi trồng cá tra (tấn/ha)


Nguồn: PHS ước tính

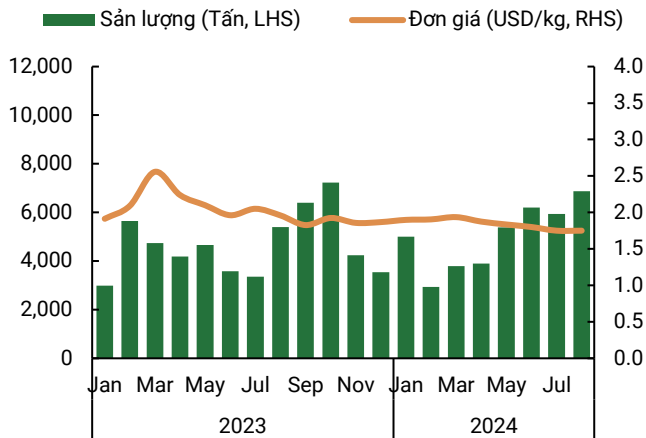
Kể từ tháng 2/2024, giá cá tra nguyên liệu và giá cá tra giống có xu hướng giảm nhẹ nhưng đã bắt đầu tăng trở lại kể từ tháng 8/2024 khi nhu cầu thu mua cá nguyên liệu và cá giống gia tăng, đặc biệt là để bù đắp lượng cá chết do dịch bệnh. Sự lo ngại về nguồn cung hạn chế vào cuối năm khi thị trường bước vào mùa cao điểm cũng góp phần đẩy giá cá tăng lên. Bên cạnh đó, giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi liên tục hạ nhiệt góp phần giảm bớt gánh nặng chi phí sản xuất, mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp trong bối cảnh họ đang phải đối mặt với giá cá tra xuất khẩu vẫn bị kìm hãm.

Hình 11: Giá cá tra nguyên liệu, giá cá tra giống và sản lượng cá tra nguyên liệu thu hoạch tại ĐBSCL


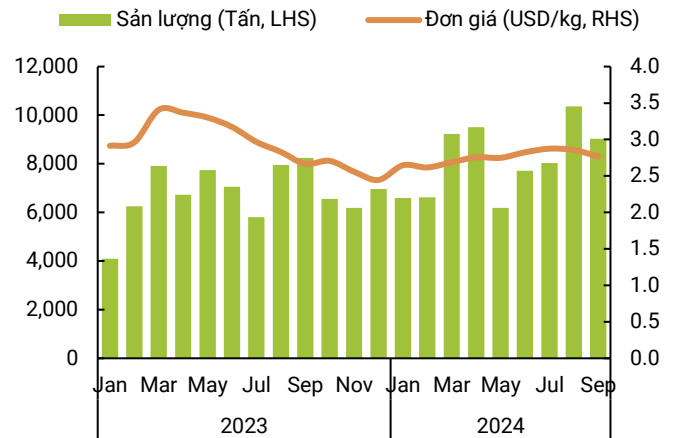
Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Hình 12: Giá khô đậu tương - nguyên liệu chính trong thức ăn chăn nuôi (USD/tấn)


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 13: Sản lượng xuất khẩu cá tra ANV


Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp và ước tính

Hình 14: Sản lượng xuất khẩu cá tra VHC


Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp và ước tính

ANV và VHC là hai doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành xuất khẩu cá tra, chiếm thị phần lần lượt 6% và 14% về mặt giá trị. Theo ước tính của PHS, trong 9M2024, VHC ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ với sản lượng xuất khẩu cá tra tăng 23% YoY đạt khoảng 75,000 tấn. Với lợi thế thị trường xuất khẩu chính là Mỹ, nơi có giá bán cao hơn và chiếm khoảng 31% trong cơ cấu doanh thu, giá cá tra xuất khẩu trung bình của VHC đã dần phục hồi và cao hơn khoảng 30% so với bình quân toàn ngành. Nhờ đó, VHC ghi nhận doanh thu mảng cá tra tăng 11% YoY đạt khoảng 210 triệu USD trong 9T2024.

Trong khi đó, dù ghi nhận mức tăng trưởng khá tốt về mặt sản lượng nhưng giá bán cá tra của ANV vẫn chưa có sự cải thiện. Tính đến tháng 8/2024, giá bán cá tra của ANV giảm 10.7% YoY đạt khoảng 1.8 USD/kg. Lũy kế 8T2024, giá trị xuất khẩu cá tra của ANV vẫn ở mức tương đương so với cùng kỳ, đạt khoảng 73 triệu USD. Dù vậy, nhờ tự chủ nguồn cung cá nguyên liệu và thức ăn chăn nuôi, biên lợi nhuận gộp của ANV trong Q2/2024 đã cải thiện lên mức 12.4% (+240bps QoQ).

Bảng 2: Dự báo KQKD 9M24 của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra

STT	Mã	Sàn	Doanh thu thuần					
			3Q23	3Q24	% YoY	9M23	9M24	% YoY
1	VHC	HOSE	2,698	3,222	19.4%	7,643	9,284	21.5%
2	ANV	HOSE	1,099	1,292	17.6%	3,328	3,521	5.8%
3	IDI	HNX	1,749	N/A	N/A	5,338	N/A	N/A

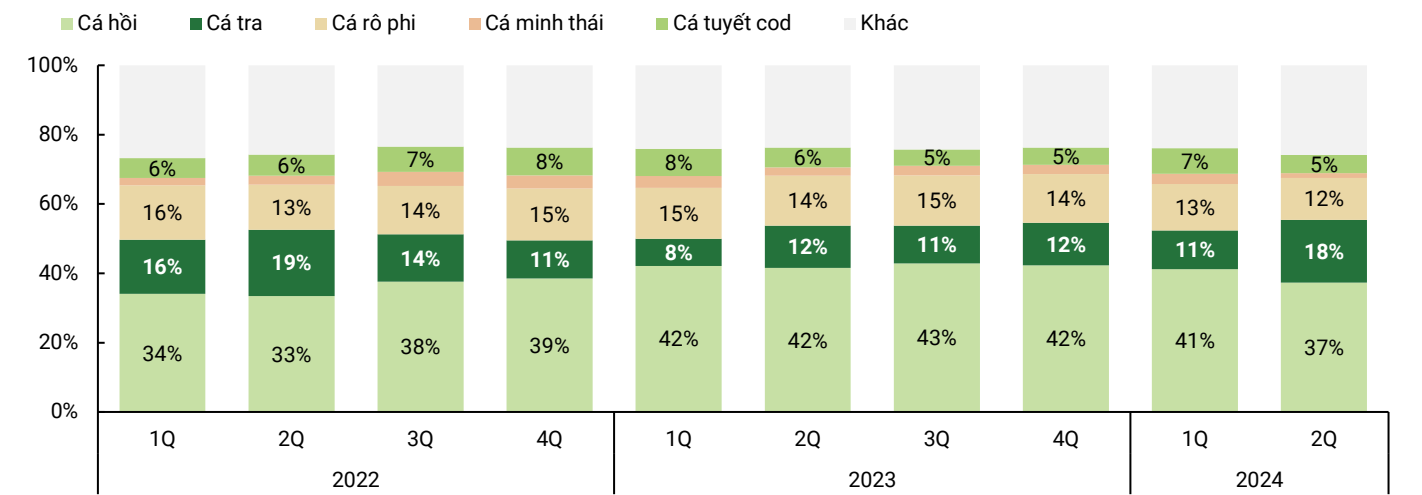
Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính

Triển vọng năm 2025F

Cá tra dẫn đầu trong cuộc đua giành thị phần tại Mỹ

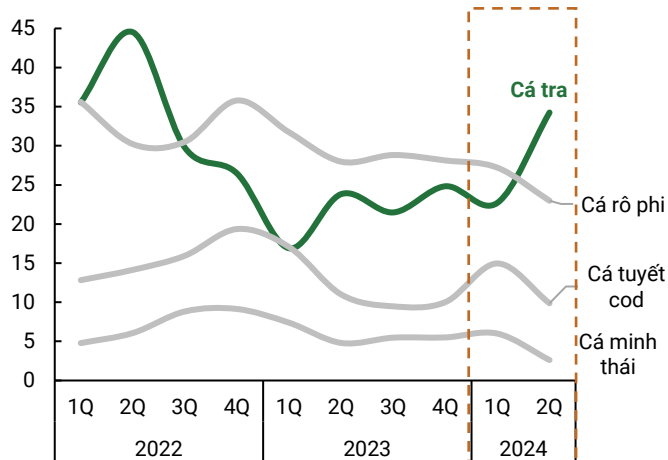
Trong giai đoạn 2019 - 2023, Mỹ nhập khẩu khoảng 800,000 – 900,000 tấn cá phi lê mỗi năm, bao gồm nhiều loại cá khác nhau như cá hồi, cá rô phi, cá tra, cá minh thái, cá tuyết từ nhiều quốc gia cung cấp chính như Chile, Trung Quốc, Na Uy, Việt Nam. Trong đó, cá hồi chiếm tỷ trọng lớn nhất, dao động từ 35% - 42% trong tổng lượng cá phi lê nhập khẩu vào Mỹ. Cá tra phi lê Việt Nam là dòng cá thịt trắng thuộc phân khúc giá rẻ, chiếm thị phần khoảng 13% và cạnh tranh khốc liệt với cá minh thái, cá tuyết cod Nga và cá rô phi Trung Quốc với thị phần lần lượt đạt 3%, 6% và 14% trong năm 2023.

Hình 15: Thị phần top 5 loại cá phi lê nhập khẩu vào Mỹ (%)



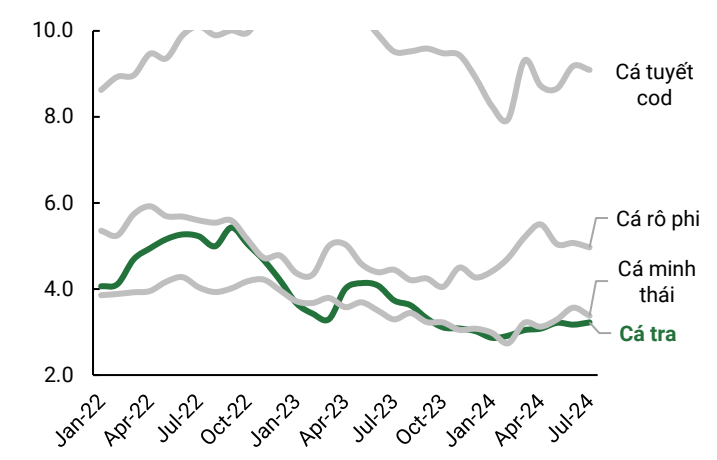
Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 16: Sản lượng các loại cá thịt trắng phi lê nhập khẩu vào Mỹ (nghìn tấn)



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 17: Đơn giá các loại cá thịt trắng phi lê nhập khẩu vào Mỹ (USD/kg)



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Trong phân khúc cá thịt trắng phi lê nhập khẩu vào Mỹ, cá tra phi lê Việt Nam đang thể hiện tiềm năng tăng trưởng vượt trội. Lũy kế 7T2024, sản lượng cá tra phi lê nhập khẩu Mỹ tăng 38% YoY đạt 67 nghìn tấn, tương

đương 208 triệu USD (+12% YoY), vượt qua cả cá rô phi, cá minh thái và cá tuyết cod khi sản lượng nhập khẩu của các loại cá này có xu hướng giảm rõ rệt. Đối với cá rô phi phi lê, Mỹ là quốc gia nhập khẩu nhiều nhất thế giới với sản lượng đạt 59 nghìn tấn (-13% YoY), trị giá hơn 295 triệu USD (-6% YoY) trong 7T2024, trong đó, Trung Quốc là nguồn cung chính.

Từ đầu năm 2024 đến nay, việc giảm thả nuôi do thua lỗ kéo dài đã khiến ngành cá rô phi Trung Quốc đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung cá nguyên liệu và cá giống trầm trọng. Diễn biến khan hiếm nguồn cung cá rô phi được cho là sẽ kéo dài sang đến nửa đầu năm 2025 khi tỉnh Hải Nam (Trung Quốc) – nơi cung cấp cá rô phi giống chính – đang chịu thiệt hại nặng nề sau bão Yagi và vẫn chưa thể phục hồi sản xuất.

Ngoài ra, vào tháng 12/2023, Mỹ đã siết chặt lệnh cấm đối với hải sản Nga trong 2 năm, nhằm ngăn chặn và loại trừ các sản phẩm cá hồi, cá tuyết, cá minh thái và cua của Nga khỏi thị trường Mỹ, ngay cả khi được chế biến từ nước thứ 3 làm thay đổi quốc gia xuất xứ của sản phẩm này. Phi lê cá minh thái và cá tuyết Nga là hai loại cá thịt trắng rất được ưa chuộng tại Mỹ, chủ yếu được chế biến và nhập khẩu từ Trung Quốc. Tính đến 7T2024, Mỹ đã giảm nhập khẩu cá minh thái phi lê với sản lượng đạt 10 nghìn tấn (-28% YoY), trị giá 31 triệu USD (-38% YoY). Cá tuyết cod phi lê cũng ghi nhận mức giảm tương tự, với sản lượng nhập khẩu giảm còn khoảng 29 nghìn tấn (-7% YoY), trị giá 254 triệu USD (-22% YoY). Theo đó, thị phần của 2 loại cá này cũng đã giảm về mức 6% trong Q2/2024 từ mức 9% - 10% trong các quý trước đó.

Sự sụt giảm về sản lượng của cá rô phi, cá minh thái và cá tuyết đã tạo cơ hội cho cá tra trở thành sản phẩm cá thịt trắng thay thế tiềm năng tại Mỹ. Tính đến hết Q2/2024, cá tra giữ vị trí quan trọng tại Mỹ với tỷ trọng trong nhóm cá phi lê nhập khẩu tăng dần lên mức 18%, so với mức 12% - 14% trong các quý trước. Ngoài ra, đơn giá cá tra vẫn đang ở mức thấp cũng tạo lợi thế cạnh tranh không nhỏ trong cuộc đua giành thị phần tại Mỹ.

Tuy nhiên, PHS cũng lưu ý về rủi ro liên quan đến các chính sách kinh tế của ông Donald Trump nếu tái đắc cử Tổng thống Mỹ vào tháng 11/2024 tới đây. Ông Trump đã đề xuất áp dụng thuế quan nặng nề đối với hầu hết hàng nhập khẩu, đặc biệt là từ Trung Quốc. Qua đó, cá tra xuất khẩu Việt Nam nhiều khả năng cũng bị “vạ lây” khi vẫn đang chịu thuế chống bán phá giá từ nhiều năm nay. Dù vậy, chúng tôi cho rằng hàng Việt Nam sẽ không bị giảm cạnh tranh khi xuất khẩu sang Mỹ, do mức thuế 10% - 20% đối với hàng nhập khẩu được áp dụng cho hầu hết các quốc gia. Ngoài ra, việc áp thuế 60% đối với Trung Quốc có thể mang lại lợi thế cho Việt Nam về xuất khẩu thủy sản, đặc biệt là khi cá tra Việt Nam và cá rô phi Trung Quốc vẫn đang cạnh tranh khốc liệt để giành giật thị phần tại Mỹ. Thêm vào đó, việc áp thuế có thể chưa được triển khai ngay lập tức, tương tự giai đoạn ông Trump nhậm chức vào năm 2016 nhưng đến năm 2018 mới thực hiện chính sách cải cách thuế mới.

Bảng 3: Khác biệt trong chính sách của Trump và Harris

Donald Trump	Vấn đề chính	Kamala Harris
Áp dụng mức thuế 10% - 20% đối với hầu hết hàng nhập khẩu và mức thuế 60% đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc.	Thương mại	Tiếp tục hạn chế xuất khẩu công nghệ cao sang Trung Quốc. Duy trì mức thuế 100% đối với xe điện Trung Quốc.

Nguồn: PHS tổng hợp

Bảng 4: Kết quả thuế Chống bán phá giá của các doanh nghiệp thủy sản (USD/kg)

	Kỳ	Toàn quốc	VHC	ANV	IDI
POR13	2015-16	2.39	0	0.69	2.39
POR14	2016-17	2.39	0	0.69	2.39
POR15	2017-18	2.39	0	0.69	2.39
POR16	2018-19	2.39	0	0	2.39
POR17	2019-20	2.39	0	0	2.39
POR18	2020-21	2.39	0	0	2.39
POR19	2021-22	2.39	0	0	0.18
POR20*	2022-23	2.39	0	0	2.39

Nguồn: Federal Register, PHS tổng hợp, *Kết quả sơ bộ POR20 công bố ngày 17/09/2024

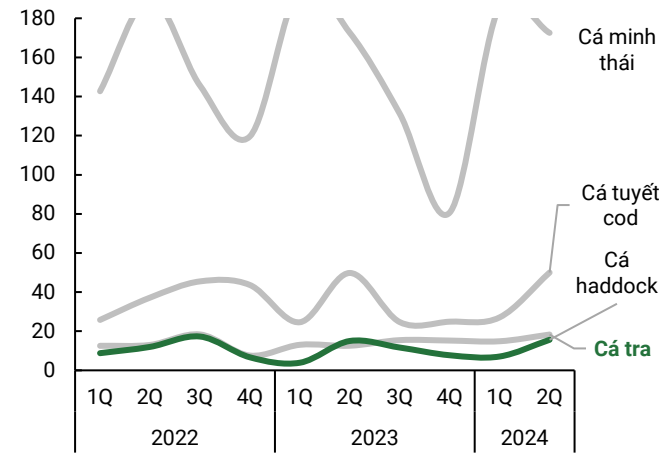
Do đó, với triển vọng dần chiếm lấy thị phần của phi lê cá minh thái và cá tuyết cod Nga cùng với sự khan hiếm nguồn cung cá rô phi từ Trung Quốc, chúng tôi cho rằng xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Mỹ sẽ tiếp tục khả quan, giá cá tra xuất khẩu sang thị trường này sẽ dần được cải thiện.

Tại Trung Quốc, cá tra Việt Nam gặp áp lực lớn khi phải đối đầu với cá minh thái Nga

Trung Quốc là thị trường nhập khẩu thủy sản lớn thứ 3 trên thế giới với giá trị nhập khẩu đạt khoảng 20 tỷ USD/năm, chỉ sau EU và Mỹ. Nếu như tại Mỹ, sản phẩm cá phi lê đông lạnh rất được ưa chuộng thì tại Trung Quốc, sản phẩm cá nguyên con đông lạnh chiếm ưu thế rõ rệt với tỷ trọng chiếm đến 20% trong tổng giá trị nhập khẩu thủy sản. Nga, Mỹ và Na Uy là 3 nhà cung cấp cá nguyên con đông lạnh chính tại Trung Quốc, gồm các loại cá như cá minh thái, cá hồi, cá trích, cá tuyết cod... Thị trường Trung Quốc nhiều năm nay phụ thuộc đáng kể vào nguồn cung cá minh thái từ Nga, chiếm thị phần khoảng 25% - 30% trong tổng sản lượng cá nguyên con đông lạnh nhập khẩu. Cá minh thái Nga thường được chế biến tại các nhà máy Trung Quốc và tái xuất khẩu sang các thị trường tiêu thụ phương Tây như Mỹ, EU nhờ đặc điểm giá trị dinh dưỡng cao và giá thành thấp.

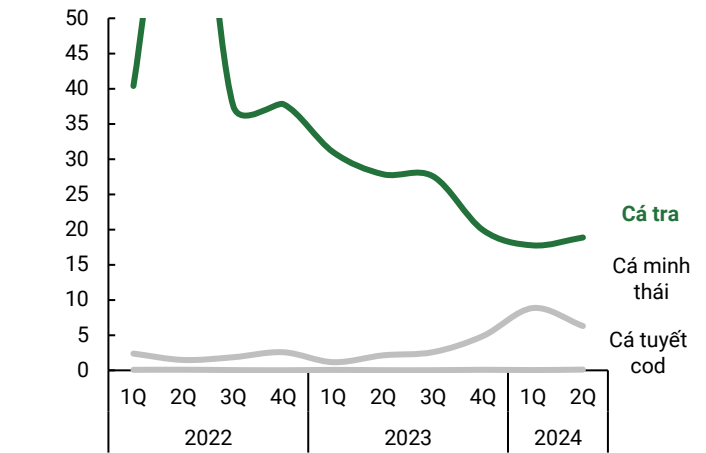
Cá phi lê đông lạnh chiếm khoảng 3% tổng giá trị thủy sản nhập khẩu Trung Quốc trong năm 2023. Trong đó, cá tra phi lê đông lạnh là mặt hàng được Trung Quốc ưa chuộng nhất trong phân khúc này. Đây cũng là sản phẩm cá tra xuất khẩu chủ lực của Việt Nam từ nhiều năm nay, chiếm tỷ trọng đến 80% trong tổng sản phẩm cá tra Việt Nam tại đây. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một sự dịch chuyển rõ rệt về cơ cấu sản phẩm cá tra Việt Nam khi xuất khẩu sang Trung Quốc, với tỷ trọng của sản phẩm cá tra phi lê đông lạnh trong tổng lượng cá phi lê liên tục sụt giảm từ mức 75% (năm 2019) xuống còn 57% (năm 2023). Đà sụt giảm của sản phẩm này vẫn tiếp tục diễn ra trong suốt cả năm 2024, với sản lượng nhập khẩu chỉ đạt 50 nghìn tấn (-34% YoY) trị giá 98 triệu USD (-41% YoY) tính đến 8T2024. Thay vào đó, gần đây, sản phẩm cá tra nguyên con đông lạnh đang được ưa chuộng tại Trung Quốc hơn, với sản lượng nhập khẩu đạt 49 nghìn tấn (+41% YoY), trị giá 85 triệu USD (+30% YoY). Nhìn chung, sự tăng trưởng về sản lượng cá tra Việt Nam xuất khẩu Trung Quốc trong 8T2024 chủ yếu được hỗ trợ bởi đà tăng của sản phẩm cá tra nguyên con đông lạnh.

Hình 18: Sản lượng cá thịt trắng nguyên con đông lạnh nhập khẩu vào Trung Quốc (nghìn tấn)



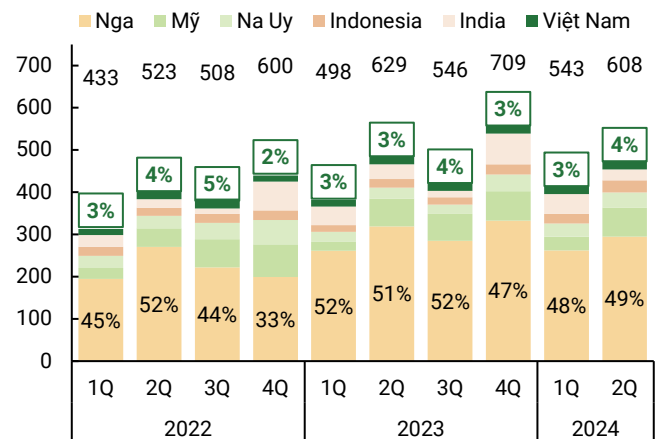
Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 19: Sản lượng cá thịt trắng phi lê tươi/ướp lạnh/đông lạnh nhập khẩu vào Trung Quốc (nghìn tấn)



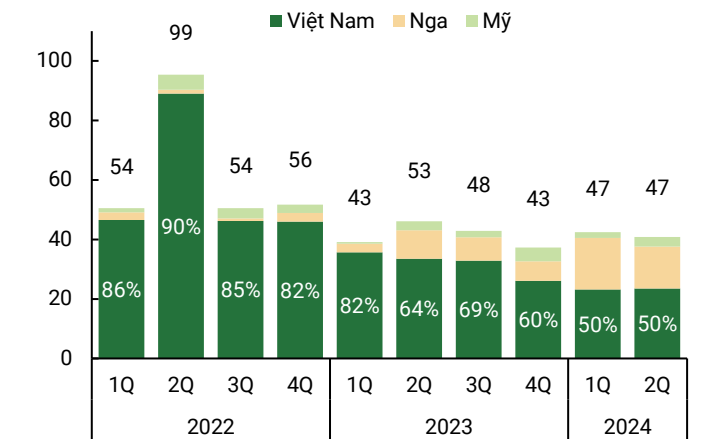
Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 20: Sản lượng (Nghìn tấn)/Thị phần (%) các quốc gia xuất khẩu cá nguyên con đông lạnh vào Trung Quốc



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 21: Sản lượng (Nghìn tấn)/Thị phần (%) các quốc gia xuất khẩu cá phi lê vào Trung Quốc



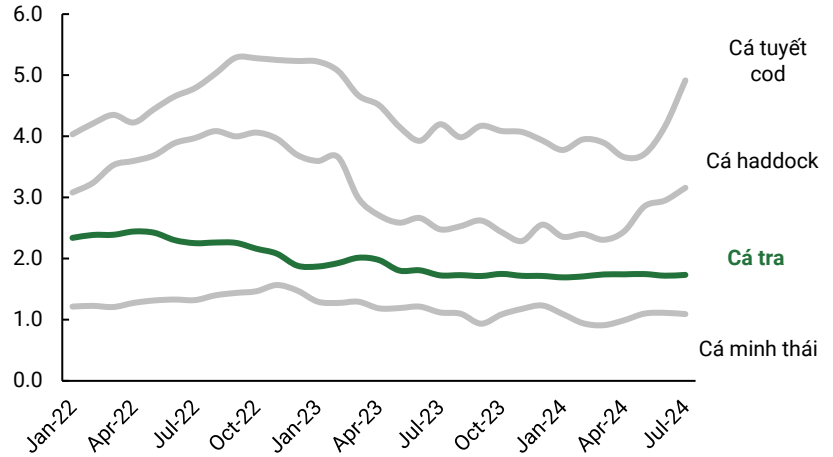
Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Dù vậy, giá cá tra xuất khẩu sang Trung Quốc đang ở mức thấp vẫn là yếu tố đáng lo ngại đối với ngành cá tra Việt Nam. Cá tra nguyên con đông lạnh xuất khẩu sang thị trường này hiện đang có mức giá 1.7 USD/kg, thấp hơn 15% so với giá cá tra phi lê đông lạnh. Do đó, theo chúng tôi, dù việc tăng trưởng sản lượng xuất khẩu cá tra nguyên con mang lại nhiều cơ hội cho ngành cá tra Việt Nam nhưng tổng giá trị thương mại lại bị giảm sút. Thêm vào đó, giá trị gia tăng từ cá tra nguyên con cũng thấp hơn đáng kể so với cá tra phi lê, gây ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của các doanh nghiệp thủy sản. Ngoài ra, việc Mỹ siết chặt nguồn cung cá minh thái Nga dù được chế biến tại Trung Quốc gần đây cũng tạo thêm áp lực cho cá tra Việt Nam, do nhiều khả năng, việc gia tăng tiêu thụ nội địa đối với cá minh thái là cần thiết khi không thể xuất khẩu. Giá cá tra Việt Nam hiện đang cao hơn 35% so với cá minh thái Nga, do đó, sự cạnh tranh của cá tra cũng giảm đi đáng kể.

Để tổng kết lại, chúng tôi cho rằng cá tra Việt Nam xuất khẩu sang Trung Quốc sẽ gặp nhiều thách thức hơn, bởi: (1) sự chuyển dịch cơ cấu sản phẩm cá tra phi lê sang sản phẩm cá tra nguyên con có giá trị gia tăng thấp làm

giảm giá trị thương mại của ngành, (2) chịu áp lực cạnh tranh rất lớn với cá minh thái Nga, (3) giá cá tra xuất khẩu bình quân nhiều khả năng tiếp tục bị kìm hãm.

Hình 22: Đơn giá các loại cá thịt trắng nhập khẩu Trung Quốc (USD/kg)

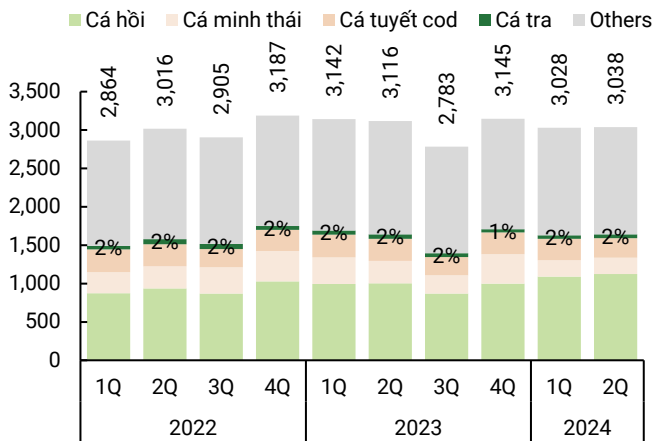


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Tại EU, cá tra Việt Nam vẫn chưa thể bứt phá

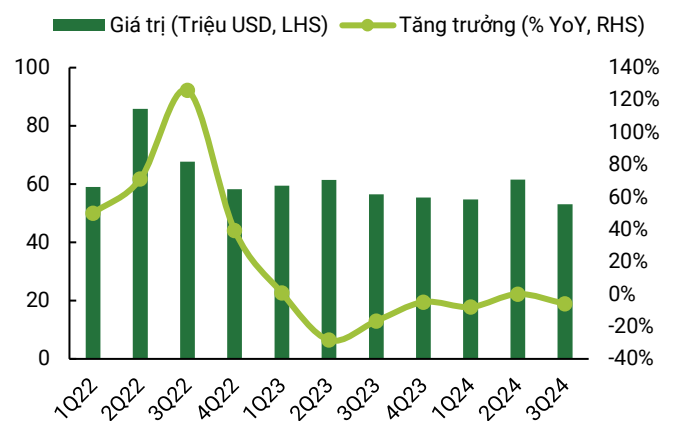
EU là thị trường tiêu thụ thủy sản rất lớn, có tổng giá trị nhập khẩu cá phi lê đông lạnh đạt 11 tỷ USD vào năm 2023. Trong đó, Na Uy, Trung Quốc và Hà Lan là ba nhà cung cấp chính với dòng sản phẩm chủ lực là cá hồi, cá minh thái và cá tuyết có tỷ trọng lần lượt là 32%, 11% và 9%.

Hình 23: Giá trị (Triệu USD)/Thị phần (%) các loại cá phi lê nhập khẩu vào EU



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 24: Kim ngạch xuất khẩu của cá tra phi lê Việt Nam sang EU



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Hiện nay, phần lớn sản phẩm cá tra xuất khẩu sang EU là dòng cá tra phi lê đông lạnh với tỷ trọng chiếm khoảng 2% trong cơ cấu cá phi lê nhập khẩu EU. Trong giai đoạn 2013 – 2023, giá trị xuất khẩu cá tra phi lê sang thị trường này đạt tốc độ tăng trưởng kép là -6%/năm do gặp những bất cập về truyền thông của mặt hàng cá tra và cạnh tranh kém hơn so với cá minh thái, cá tuyết tại thị trường này. Tính đến 9T2024, xuất khẩu cá tra Việt Nam sang EU vẫn ảm đạm với kim ngạch giảm 4.5% YoY đạt 169 triệu USD. Đơn

giá cá tra tại đây vẫn chưa có sự cải thiện so với cùng kỳ, đạt mức 2.7 USD/kg (-6.9% YoY) tính đến tháng 9/2024.

Vào tháng 11/2023, EU đã quyết định áp thuế 13.7% đối với sản phẩm từ Nga như cá minh thái, cá tuyết Nga thay vì mức 0% như trước đây, được kỳ vọng sẽ tạo thêm cơ hội cho cá tra Việt Nam. Tuy nhiên, sau lệnh cấm của Mỹ đối với các sản phẩm cá thịt trắng có nguồn gốc Nga được chế biến tại Trung Quốc, cuộc chiến giành giật thị phần cá thịt trắng tại EU dường như sẽ trở nên gay gắt hơn khi EU trở thành thị trường xuất khẩu thay thế tiềm năng cho Mỹ của Trung Quốc. Tại EU, cá minh thái và cá tuyết rất được ưa chuộng nhờ lợi thế về nguồn gốc đánh bắt tự nhiên, hàm lượng dinh dưỡng cao và sự ổn định về chất lượng. Tại một thị trường có yêu cầu nghiêm ngặt về an toàn thực phẩm và tiêu chuẩn bền vững như EU, chúng tôi cho rằng cá tra vẫn gặp khó khăn trong việc cạnh tranh trực tiếp với các loại cá thịt trắng có nguồn gốc từ Nga. Do đó, chúng tôi đánh giá triển vọng xuất khẩu cá tra Việt Nam sang EU vẫn sẽ chưa thật sự bứt phá khi mức độ cạnh tranh cả về giá và chất lượng vẫn kém hơn so với các dòng cá minh thái Nga.

21/10/2024

KHUYẾN NGHỊ	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá hợp lý	83,900
Giá hiện tại	72,000
Tiềm năng tăng/giảm	17%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	224.45
Free float (%)	49.87%
Vốn hóa (tỷ VND)	16,362.64
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	469,168
Sở hữu nước ngoài (%)	29.15%
Ngày niêm yết đầu tiên	24/12/2007

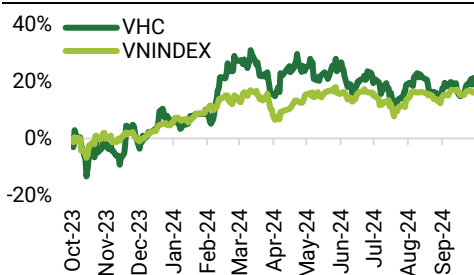
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Trương Thị Lệ Khanh	42.32%
Mitsubishi Corporation	6.42%
Lâm Mẫu Diệp	4.47%
Norges Bank	2.28%
Khác	44.51%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	3,506
BVPS (VND)	37,361
Nợ/VCSH (%)	27.79%
ROA (%)	6.11%
ROE (%)	9.11%
P/E	20.61
P/B	1.95
Tỷ suất cổ tức (%)	2.74%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ Phần Vĩnh Hoàn (HSX: VHC) được thành lập năm 1997, hoạt động trong lĩnh vực nuôi trồng, chế biến xuất khẩu cá tra, cá ba sa. VHC là công ty dẫn đầu ngành cá tra Việt Nam từ năm 2010 đến nay, chiếm thị phần 15% của toàn ngành. Sản phẩm của công ty có mặt tại các chuỗi bán lẻ danh tiếng như Walmart, Target, Trader Joe và Kroger.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa
hoaduong@phs.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HSX: VHC)

- Kết thúc 9T2024, VHC ghi nhận tổng doanh thu tăng 22.9% YoY đạt 9,284 tỷ đồng, hoàn thành 87% kế hoạch doanh thu năm 2024 đối với kịch bản cơ sở và hoàn thành 77% so với dự phóng cả năm 2024 của PHS. Theo ước tính của PHS, đối với mảng cá tra xuất khẩu, VHC ghi nhận mức tăng trưởng tốt hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành, với sản lượng cá tra tăng 23% YoY đạt khoảng 75,000 tấn và giá cá tra xuất khẩu trung bình đạt 2.8 USD/kg, cao hơn 30% so với mức bình quân toàn ngành.
- Chúng tôi nhận định VHC sẽ hưởng lợi lớn nhất trong ngành nhờ thị phần xuất khẩu cá tra sang Mỹ chiếm đến 45%, đặc biệt khi các lợi thế cá tra Việt Nam tại Mỹ vẫn được duy trì so với các mặt hàng từ Nga và Trung Quốc.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG đối với VHC tại mức giá hợp lý là 83,900 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá là 17%.

Dự phóng KQKD 2024F và 2025F

Đối với dự phóng 2024F, chúng tôi điều chỉnh tăng 5% doanh thu thuần so với dự phóng trước đó, đạt 12,040 tỷ đồng (+20.0% YoY) và LNST đạt 1,191 tỷ đồng (+22.3% YoY). Cho năm 2025F, chúng tôi dự phóng VHC sẽ ghi nhận doanh thu thuần đạt 13,068 tỷ đồng (+8.5% YoY) và LNST đạt 1,330 tỷ đồng (+11.7% YoY). Chúng tôi lưu ý rằng VHC có thể sẽ gặp phải cạnh tranh gay gắt hơn trong ngành, đặc biệt là cạnh tranh tại thị trường Mỹ khi các doanh nghiệp thủy sản khác – có giá bán thấp hơn - cũng đang đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ. Biên lợi nhuận gộp năm 2024F và 2025F lần lượt cải thiện lên mức 15.5% và 16.5% nhờ kỳ vọng (1) chi phí nuôi trồng cá tra giảm, (2) sự đóng góp đáng kể từ mảng C&G, nông sản Thành Ngọc và Sa Giang có biên lợi nhuận cao hơn.

Điểm nhấn đầu tư

Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ từ xuất khẩu cá tra sang Mỹ: Tại Mỹ, các lệnh cấm nhập khẩu thủy sản chế biến có nguồn gốc Nga và sự khan hiếm nguồn cung cá rô phi Trung Quốc đã tạo cơ hội cho cá tra trở thành sản phẩm cá thịt trắng thay thế tiềm năng. Với thị phần xuất khẩu cá tra sang Mỹ chiếm đến 45%, VHC được kỳ vọng hưởng lợi lớn nhất trong ngành cá tra Việt Nam.

Đa dạng hóa cơ cấu sản phẩm nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động: VHC đang đẩy mạnh phát triển các mảng Collagen & Gelatin (C&G) và tạp phẩm, chiếm lần lượt 8% và 17% cơ cấu doanh thu. Từ tháng 4/2024, VHC đã nâng cấp dây chuyền sản xuất Gelatin và dự kiến mở rộng công suất C&G thêm 50% trong năm nay. Đối với dòng tạp phẩm, công ty cũng đầu tư thêm 1 dây chuyền sản xuất trái cây và 1 dây chuyền rau củ đông lạnh. Nhờ đó, mảng tạp phẩm dự kiến tăng trưởng tốt với 50% sản lượng thức ăn chăn nuôi được bán ra ngoài và nông sản Thành Ngọc bắt đầu ghi nhận doanh thu từ tháng 11/2023. Việc đa dạng hóa các dòng sản phẩm phụ sẽ giúp VHC tạo dòng tiền ổn định trong bối cảnh xuất khẩu cá tra chịu nhiều biến động.

Định giá và khuyến nghị

Bằng phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA, chúng tôi ước tính giá hợp lý cho VHC là 83,900 VND/cổ phiếu. Do đó đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cho VHC với tiềm năng tăng giá là 17%.

Báo cáo tài chính VHC

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	13,231	10,033	12,040	13,068	14,139
Giá vốn hàng bán	(10,255)	(8,540)	(10,174)	(10,911)	(11,736)
Lợi nhuận gộp	2,976	1,493	1,866	2,156	2,404
Chi phí bán hàng	(349)	(216)	(284)	(334)	(390)
Chi phí QLDN	(372)	(308)	(369)	(401)	(476)
Lợi nhuận từ HĐKD	2,254	969	1,213	1,421	1,538
Lợi nhuận tài chính	64	148	178	126	136
Chi phí lãi vay	(97)	(133)	(160)	(213)	(230)
Lợi nhuận trước thuế	2,323	1,145	1,400	1,563	1,696
Lợi nhuận sau thuế	2,013	974	1,191	1,330	1,442
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,975	919	1,191	1,330	1,442
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	7,640	7,888	8,014	8,574	9,138
Tiền và tương đương tiền	553	233	279	303	328
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,768	2,069	1,887	2,048	2,216
Phải thu ngắn hạn	2,330	1,578	1,894	2,055	2,189
Hàng tồn kho	2,818	3,763	3,660	3,848	4,059
Tài sản ngắn hạn khác	172	245	295	320	346
Tài Sản Dài Hạn	3,943	4,054	4,472	4,809	5,035
Phải thu dài hạn	3	3	3	3	3
Tài sản cố định	2,824	3,383	3,769	4,078	4,273
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	566	160	179	200	223
Đầu tư tài chính dài hạn	66	67	81	88	95
Tài sản dài hạn khác	484	441	441	441	441
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0
Tổng cộng tài sản	11,583	11,943	12,486	13,383	14,173
Nợ phải trả	3,889	3,351	3,249	3,381	3,310
Nợ ngắn hạn	3,698	3,233	3,131	3,263	3,191
Nợ dài hạn	191	119	119	119	119
Vốn chủ sở hữu	7,694	8,591	9,237	10,002	10,863
Vốn góp	1,834	1,870	1,870	1,870	1,870
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	11,583	11,943	12,486	13,383	14,173

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,604	547	1,421	1,595	1,772
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,528)	(793)	(790)	(740)	(617)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	284	(73)	(584)	(831)	(1,130)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	360	(319)	47	24	25
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	195	553	233	279	303
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	553	233	279	303	328
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Doanh thu	46.1%	-24.2%	20.0%	8.5%	8.2%
Lợi nhuận sau thuế	81.9%	-51.6%	22.3%	11.7%	8.5%
Tổng tài sản	32.6%	3.1%	4.6%	7.2%	5.9%
Tổng vốn chủ sở hữu	30.8%	11.7%	7.5%	8.3%	8.6%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	22.5%	14.9%	15.5%	16.5%	17.0%
Tỷ suất EBIT	17.0%	9.7%	10.1%	10.9%	10.9%
Tỷ suất lãi ròng	15.2%	9.7%	9.9%	10.2%	10.2%
ROA	17.4%	8.2%	9.5%	9.9%	10.2%
ROE	26.2%	11.3%	12.9%	13.3%	13.3%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	64	57	57	57	56
Số ngày tồn kho	113	176	144	141	138
Số ngày phải trả	14	12	14	14	14
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.07	2.44	2.56	2.63	2.86
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.30	1.28	1.39	1.45	1.59
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.34	0.28	0.26	0.25	0.23
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.51	0.39	0.35	0.34	0.30
Vay ngắn hạn/VCSH	0.48	0.38	0.34	0.33	0.29
Vay dài hạn/VCSH	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01

(Nguồn: PHS tổng hợp & ước tính)

CÔNG TY CỔ PHẦN NAM VIỆT (HSX: ANV)

21/10/2024

KHUYẾN NGHỊ TĂNG TỶ TRỌNG

Giá hợp lý	38,100
Giá hiện tại	33,450
Tiềm năng tăng/giảm	14%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	133.13
Free float (%)	31.31%
Vốn hóa (tỷ VND)	4,466.44
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,025,368
Sở hữu nước ngoài (%)	0.71%
Ngày niêm yết đầu tiên	07/12/2007

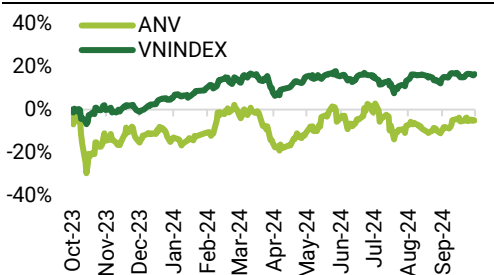
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Doãn Tới	53.94%
Doãn Chí Thanh	12.89%
Khác	33.17%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	95
BVPS (VND)	21,379
Nợ/VCSH	59.97%
ROA (%)	0.24%
ROE (%)	0.43%
P/E	187.56
P/B	1.57
Tỷ suất cổ tức (%)	1.49%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Nam Việt (HSX: ANV) được thành lập năm 1993 với chức năng kinh doanh chính là xây dựng dân dụng và công nghiệp. Năm 2000, Công ty quyết định đầu tư mở rộng phạm vi kinh doanh sang lĩnh vực chế biến thủy sản, khởi đầu là việc xây dựng Xí nghiệp đông lạnh thủy sản Mỹ Quý với tổng vốn đầu tư là 30.8 tỷ đồng, chuyên chế biến xuất khẩu cá tra, cá basa đông lạnh.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa
hoaduong@phs.vn

- Kết thúc 1H2024, ANV ghi nhận doanh thu thuần giảm 0.9% YoY đạt 2,209 tỷ đồng, LNTT giảm 50.9% YoY đạt 28 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 44% kế hoạch doanh thu và 8% kế hoạch LNTT năm 2024. Theo PHS ước tính, trong 8T2024, sản lượng cá tra xuất khẩu của ANV tăng mạnh 20% YoY đạt khoảng 40,000 tấn. Tuy nhiên, giá bán cá tra của ANV chỉ đạt 1.8 USD/kg (-10.7% YoY).
- Chúng tôi nhận định ANV sẽ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng khả quan cho năm 2024F/25F, chủ yếu được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng về sản lượng cá tra, đặc biệt là tại thị trường Mỹ. Giá bán chỉ cải thiện nhẹ nhằm duy trì lợi thế cạnh tranh.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cho ANV tại mức giá hợp lý là 38,100 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá là 14%.

Dự phóng KQKD 2024F và 2025F

Với kỳ vọng tăng trưởng về sản lượng xuất khẩu cá tra thông qua việc mở rộng xuất khẩu sang Mỹ, trong khi đơn giá xuất khẩu chỉ cải thiện nhẹ nhằm tăng sức cạnh tranh so với các doanh nghiệp khác, chúng tôi dự phóng ANV sẽ ghi nhận doanh thu thuần năm 2024F/25F lần lượt tăng 5.2%/15.1% YoY đạt 4,671/5,375 tỷ đồng. Trong khi đó, LNST năm 2024F/25F tăng lần lượt 145.5%/116.3% YoY đạt 96/208 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp năm 2024F/25F lần lượt tăng lên mức 12.0%/13.5% nhờ (1) tự chủ nguồn cung cá tra nguyên liệu, (2) chi phí thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt giúp giảm gánh nặng chi phí sản xuất, (3) giá bán cá tra cải thiện nhẹ nhờ đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ. Ngoài ra, ANV sẽ chốt danh sách cổ đông để thực hiện quyền nhận cổ phiếu phát hành để tăng vốn theo tỷ lệ 1:1 vào ngày 08/11/2024. Sau khi phát hành thành công, vốn điều lệ của ANV tăng lên 2,666 tỷ đồng, trở thành doanh nghiệp xuất khẩu cá tra có vốn điều lệ lớn nhất.

Điểm nhấn đầu tư

Mở rộng xuất khẩu cá tra sang Mỹ tạo động lực tăng trưởng: Từ tháng 8/2022, ANV đã quay trở lại xuất khẩu cá tra sang Mỹ sau thời gian tạm dừng vào năm 2014 và hiện chiếm thị phần đến 4% toàn ngành tại Mỹ. Với những triển vọng tích cực tại Mỹ khi cá tra đang dần trở thành loại cá thịt trắng tiềm năng thay thế cho cá minh thái Nga và cá rô phi Trung Quốc, chúng tôi cho rằng ANV có cơ hội gia tăng thị phần tại đây nhờ có mức giá cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, ANV tiếp tục hưởng lợi từ mức thuế chống bán phá giá 0% theo kết quả POR20 sơ bộ, giúp duy trì lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ tại thị trường Mỹ.

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ sản phẩm Collagen Peptide and Gelatin: ANV đang triển khai mảng sản phẩm chăm sóc sức khỏe Collagen Peptide và Gelatin (C&G) từ nhà máy Aminavico liên doanh với đối tác Hàn Quốc Amicogen, được kỳ vọng sẽ mang lại triển vọng tích cực cho công ty trong tương lai. Dự kiến các sản phẩm C&G sẽ đóng góp vào 10% lợi nhuận của tập đoàn vào năm 2025F, tuy nhiên, do cần thêm thông tin, chúng tôi chưa đưa khoản doanh thu này vào mô hình định giá.

Định giá & khuyến nghị

Bằng phương pháp DCF và EV/EBITDA, chúng tôi ước tính giá hợp lý dành cho ANV là 38,100 VND/cổ phiếu. Do đó đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cho ANV với tiềm năng tăng giá là 14%.

Báo cáo tài chính ANV

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	4,897	4,439	4,671	5,375	6,334
Giá vốn hàng bán	(3,561)	(3,992)	(4,111)	(4,649)	(5,384)
Lợi nhuận gộp	1,336	447	561	726	950
Chi phí bán hàng	(378)	(188)	(208)	(244)	(288)
Chi phí QLDN	(94)	(76)	(80)	(102)	(114)
Lợi nhuận từ HĐKD	863	183	273	379	548
Lợi nhuận tài chính	(108)	(132)	(139)	(160)	(189)
Chi phí lãi vay	(105)	(137)	(144)	(166)	(196)
Lợi nhuận trước thuế	774	64	111	239	383
Lợi nhuận sau thuế	674	39	96	208	333
LNST của cổ đông Công ty mẹ	674	39	96	208	333
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	3,255	2,951	3,346	3,743	4,295
Tiền và tương đương tiền	31	40	61	70	82
Đầu tư tài chính ngắn hạn	358	72	350	403	475
Phải thu ngắn hạn	435	369	388	420	470
Hàng tồn kho	2,333	2,347	2,417	2,701	3,092
Tài sản ngắn hạn khác	98	123	130	149	176
Tài Sản Dài Hạn	2,213	2,162	2,208	2,266	2,340
Phải thu dài hạn	23	33	33	33	33
Tài sản cố định	1,102	1,032	1,018	1,019	1,028
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	896	918	960	1,004	1,049
Đầu tư tài chính dài hạn	76	72	90	104	122
Tài sản dài hạn khác	115	108	108	108	108
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0
Tổng cộng tài sản	5,468	5,113	5,554	6,009	6,635
Nợ phải trả	2,585	2,265	2,750	3,136	3,567
Nợ ngắn hạn	2,418	2,103	2,588	2,974	3,406
Nợ dài hạn	168	162	162	162	162
Vốn chủ sở hữu	2,882	2,848	2,805	2,873	3,067
Vốn góp	1,275	1,335	1,335	1,335	1,335
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	5,468	5,113	5,554	6,009	6,635

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	266	(82)	25	(28)	27
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	57	416	(47)	(54)	(63)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(334)	(326)	42	91	48
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(11)	9	21	9	12
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	43	31	40	61	70
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	31	40	61	70	82
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Doanh thu	40.1%	-9.3%	5.2%	15.1%	17.8%
Lợi nhuận sau thuế	423.3%	-94.2%	145.5%	116.3%	60.2%
Tổng tài sản	11.9%	-6.5%	8.6%	8.2%	10.4%
Tổng vốn chủ sở hữu	23.4%	-1.2%	-1.5%	2.5%	6.8%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	27.3%	10.1%	12.0%	13.5%	15.0%
Tỷ suất EBIT	17.6%	4.1%	5.8%	7.0%	8.6%
Tỷ suất lãi ròng	13.8%	0.9%	2.1%	3.9%	5.3%
ROA	12.3%	0.8%	1.7%	3.5%	5.0%
ROE	23.4%	1.4%	3.4%	7.2%	10.9%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	35	33	33	31	30
Số ngày tồn kho	237	213	213	211	208
Số ngày phải trả	24	16	16	16	16
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.35	1.40	1.29	1.26	1.26
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.38	0.29	0.36	0.35	0.35
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.47	0.44	0.50	0.52	0.54
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.90	0.80	0.98	1.09	1.16
Vay ngắn hạn/VCSH	0.84	0.74	0.92	1.04	1.11
Vay dài hạn/VCSH	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05

(Nguồn: PHS tổng hợp & ước tính)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Dương Trung Hoa, Chuyên viên phân tích** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận
3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân
Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,
Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận
Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801