

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HSX: VHC)
Lâm Mẫn Nhi

Chuyên viên phân tích

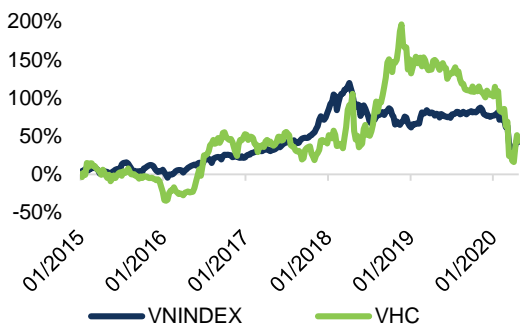
Email: nhilm@fpts.com.vn

Điện thoại: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7584

Phê duyệt báo cáo

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu VHC

Thông tin giao dịch 20/05/2020

Giá hiện tại	34.100
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	48.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	20.400
Số lượng CP niêm yết (CP)	183.376.956
Số lượng CP lưu hành (CP)	181.946.026
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	372.458
% sở hữu nước ngoài	32,54%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.834
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.004
EPS	5.420
P/E trailing	6,09x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Vĩnh Hoàn
Địa chỉ	Quốc lộ 30, phường 11, thành phố Cao Lãnh, tỉnh Đồng Tháp
Doanh thu chính	Chế biến cá tra phi-lê đông lạnh xuất khẩu
Chi phí chính	Chi phí cá tra nguyên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra có thị phần lớn nhất Việt Nam;
Rủi ro chính	Biến động giá cá tra nguyên liệu; rào cản thương mại, kỹ thuật từ các thị trường xuất khẩu

Giá thị trường:	34.100	Khuyến nghị
Giá mục tiêu:	41.100	MUA
Chênh lệch:	+21%	

DOANH NGHIỆP DẪN ĐẦU MẢNG CÁ TRA VIỆT NAM MẢNG COLLAGEN VÀ GELATIN TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **VHC – CTCP Vĩnh Hoàn** niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu VHC là **41.100 đồng/cp**, cao hơn 21% so với mức giá ngày 20/05/2020. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC cho mục tiêu trung và dài hạn. Khuyến nghị này được đưa ra dựa trên các luận điểm chính như sau:

► ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Là doanh nghiệp sở hữu thị phần lớn nhất trong mảng cá tra xuất khẩu Việt Nam (13,6%, năm 2019). Kết quả này xuất phát từ thành công của VHC trong việc nỗ lực xây dựng chuỗi giá trị bài bản, khép kín nhằm đảm bảo chất lượng sản phẩm cá tra đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn tại các thị trường xuất khẩu khắt khe nhất. Điều này được minh chứng khi VHC là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam được hưởng mức thuế suất chống bán phá giá (CBPG) cho sản phẩm cá tra tại thị trường Mỹ là 0 USD/kg kể từ những năm 2010 cho đến nay.
- **VHC là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam chiết xuất thành công sản phẩm Collagen và Gelatin từ da cá tra**, biến một phụ phẩm giá trị gia tăng thấp thành sản phẩm có giá trị gia tăng cao, giá bán lên đến 10-20 USD/kg. Năm 2019, doanh thu mảng này đạt 514 tỷ đồng, đóng góp 7% trong tổng doanh thu, và chiếm đến 18% lợi nhuận sau thuế của VHC. Theo kế hoạch, cuối năm 2020, VHC tiếp tục nâng cấp dây chuyền chế biến Collagen và Gelatin từ 2.000 lên 3.500 tấn thành phẩm/năm, kỳ vọng tiếp tục đóng góp mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tích cực cho VHC trong giai đoạn tới.
- **VHC tiếp tục hoàn thiện chuỗi giá trị thông qua việc triển khai các dự án đầu tư mới.**
 - **Dự án xây dựng nhà máy chế biến dầu cá** tại công ty con Vĩnh Phước. Đầu năm 2020, VHC khởi công xây dựng nhà máy chế biến dầu cá, với công suất khoảng 100 tấn thành phẩm/ngày, nhằm tận dụng nguồn phụ phẩm từ quá trình chế biến cá tra phi-lê, dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động cuối năm 2020.
 - **Dự án xây dựng kho lạnh.** Tháng 4/2020, VHC tiến hành xây dựng kho lạnh có công suất khoảng 12.000 tấn tại nhà máy Vĩnh Phước, dự kiến đi vào hoạt động vào T08/2020.

- **Triển vọng tăng giá trị xuất khẩu sang thị trường châu Âu (EU)** nhờ ưu đãi thuế quan từ Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và EU (EVFTA). EU là thị trường xuất khẩu lớn thứ 3 của VHC, năm 2019, chiếm khoảng 12% tổng giá trị xuất khẩu. Khi Hiệp định EVFTA có hiệu lực, thuế suất của các mặt hàng cá tra sẽ giảm dần về 0% sau 3 năm Hiệp định có hiệu lực, hỗ trợ các doanh nghiệp cá tra Việt Nam nâng cao lợi thế cạnh tranh tại thị trường này.
- **Cơ cấu tài chính lành mạnh**, với sự hỗ trợ tích cực của dòng tiền hoạt động kinh doanh, trong giai đoạn 2014-2019, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của VHC giảm từ 0,8 về 0,16, thấp nhất so với các doanh nghiệp trong mảng cá tra Việt Nam.

► **RỦI RO ĐẦU TƯ**

- **Biến động giá cá tra nguyên liệu đầu vào:** Tính đến thời điểm cuối năm 2019, VHC chỉ mới tự chủ được khoảng 50% cá tra nguyên liệu đầu vào, phần thiếu hụt công ty thu mua bên ngoài từ các hộ nuôi liên kết, dựa trên biến động giá cá tra trên thị trường. Do vậy, VHC một phần chịu ảnh hưởng bởi biến động giá cá tra trên thị trường.
- **Rào cản thương mại và kỹ thuật tại các thị trường xuất khẩu:** do sản phẩm cá tra là thực phẩm tiêu dùng, do đó đòi hỏi các tiêu chuẩn về chất lượng và an toàn vệ sinh thực phẩm rất nghiêm ngặt tại các thị trường xuất khẩu, ngoài ra, các doanh nghiệp cá tra Việt Nam còn phải chịu mức thuế CBPG thay đổi hàng năm tại thị trường Mỹ, ảnh hưởng không nhỏ đến vị thế cạnh tranh của cá tra trên phạm vi toàn cầu.
- **Tình hình dịch bệnh COVID-19 diễn biến phức tạp, làm gián đoạn chuỗi cung ứng:** Dịch bệnh COVID-19 đã làm trì hoãn mọi hoạt động của chuỗi giá trị ngành thủy sản, tỷ lệ tạm hoãn/hủy đơn hàng tại các thị trường xuất khẩu khá cao cũng như việc ký kết đơn hàng mới diễn ra chậm hơn. Do đó, với diễn biến khó lường của dịch bệnh, hoạt động xuất khẩu cá tra của toàn mảng nói chung và VHC vẫn còn đối mặt với nhiều khó khăn và rủi ro.

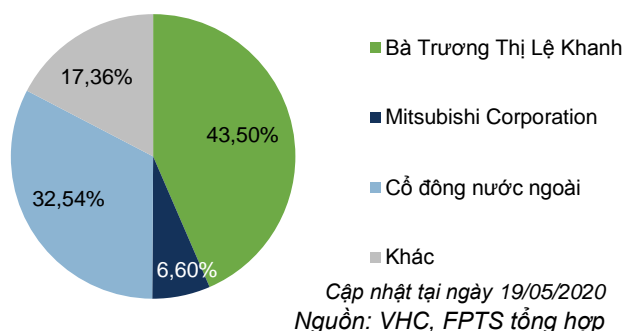
A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành

Ngày 27/12/1997, doanh nghiệp tư nhân Vĩnh Hoàn được thành lập tại tỉnh Đồng Tháp với vốn điều lệ là 300 tỷ đồng, khởi đầu là một xưởng nhỏ được thuê lại để chế biến thủy sản các loại.

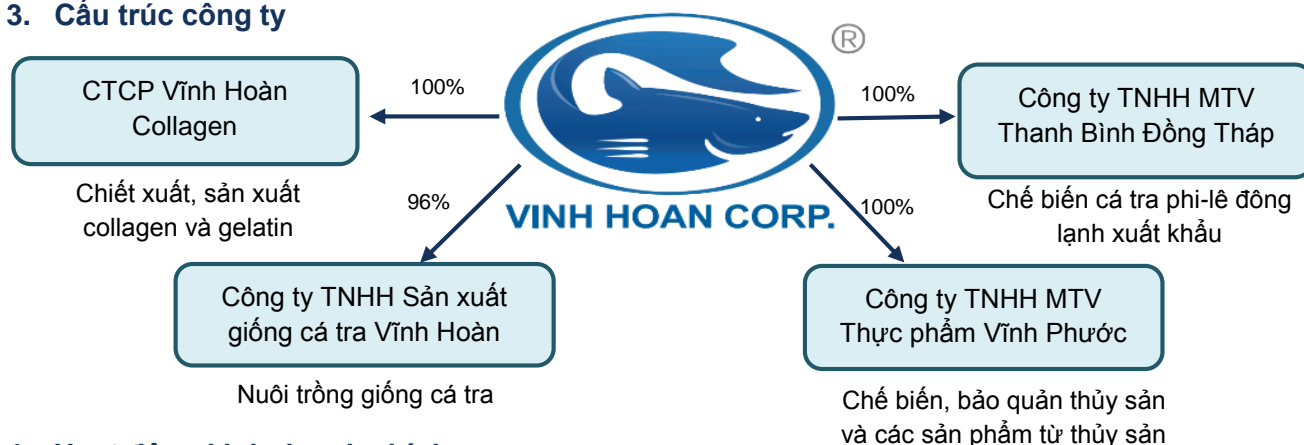
Năm 2007, doanh nghiệp tiến hành cổ phần hóa, trở thành CTCP Vĩnh Hoàn và chính thức niêm yết tại sàn Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) với mã cổ phiếu là VHC. Trải qua hơn 20 năm xây dựng và phát triển bền vững trong lĩnh vực nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu cá tra, VHC không ngừng vươn lên và giữ vững thị phần là doanh nghiệp dẫn đầu trong mảng xuất khẩu cá tra tại Việt Nam từ những năm 2010 cho đến nay.

2. Cơ cấu cổ đông VHC



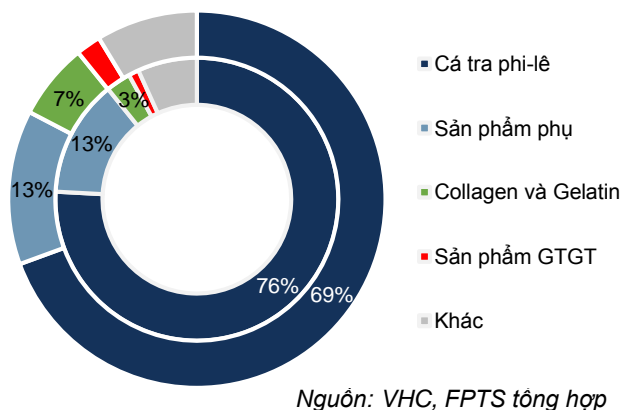
Cơ cấu cổ đông của VHC khá cô đặc, với tỷ lệ sở hữu chiếm khoảng 43,5% của bà Trương Thị Lệ Khanh (Chủ tịch HĐQT). Ngoài ra, còn có sự tham gia của cổ đông tổ chức Mitsubishi Corporation (6,6%) - một tập đoàn thương mại lớn nhất của Nhật Bản. Tập đoàn này vừa là khách hàng của VHC tại thị trường Anh và Nhật Bản, vừa hỗ trợ VHC tại các thị trường khác. Các cổ đông nước ngoài chiếm khoảng 32,54%, các cổ đông còn lại chiếm 17,36%.

3. Cấu trúc công ty



4. Hoạt động kinh doanh chính

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của VHC năm 2018 (vòng trong) và năm 2019 (vòng ngoài)



VHC chuyên chế biến và kinh doanh các sản phẩm cá tra. Hiện tại, VHC sở hữu 4 dòng sản phẩm chính, bao gồm: (1) cá tra phi-lê, (2) các sản phẩm phụ trong quá trình chế biến cá tra, (3) Collagen và Gelatin chiết xuất từ da cá tra và (4) sản phẩm cá tra giá trị gia tăng (GTGT).

Trong đó, cá tra phi-lê là dòng sản phẩm chủ lực, năm 2019, đóng góp khoảng 69% trong tổng doanh thu, giảm nhẹ so với mức 76% năm 2018. Đáng chú ý, dòng sản phẩm Collagen và Gelatin ghi nhận mức tăng trưởng nổi bật, dù chỉ mới đưa vào hoạt động từ năm 2016, tỷ trọng đóng góp của sản phẩm này trong tổng doanh thu đã tăng lên đến 7% và chiếm khoảng 18% lợi nhuận sau thuế của VHC năm 2019. Chúng tôi đánh giá, mảng Collagen và Gelatin sẽ tiếp tục là sản phẩm mang lại giá trị cao cho VHC trong giai đoạn tới.

Hình ảnh minh họa các sản phẩm của VHC

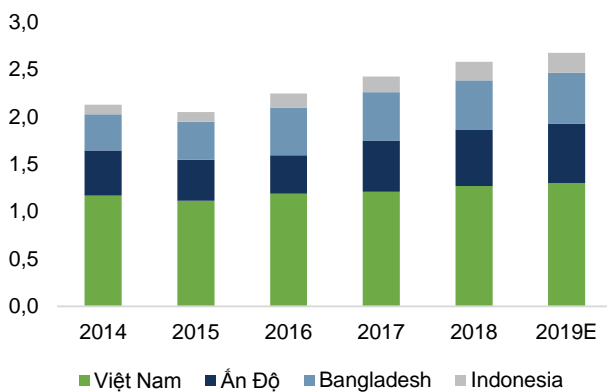
Cá tra phi-lê đông lạnh

Sản phẩm GTGT

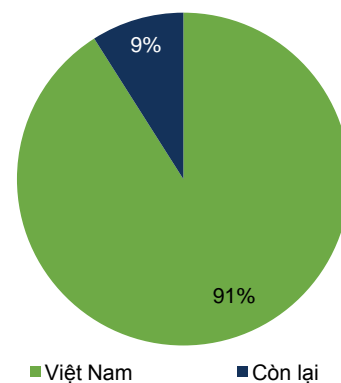
Collagen và Gelatin

Phụ phẩm: bột cá,...


Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

B. TỔNG QUAN MẢNG CÁ TRA VIỆT NAM
1. Việt Nam là quốc gia sản xuất và xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới
Sản lượng nuôi trồng cá tra trên thế giới phân theo quốc gia giai đoạn 2014-2019E (triệu tấn)


Nguồn: Global Outlook for Aquaculture Leadership (GOAL), FPTS tổng hợp

Thị phần xuất khẩu cá tra của Việt Nam trên thế giới năm 2019


Nguồn: International Trade Center (ITC), FPTS tổng hợp

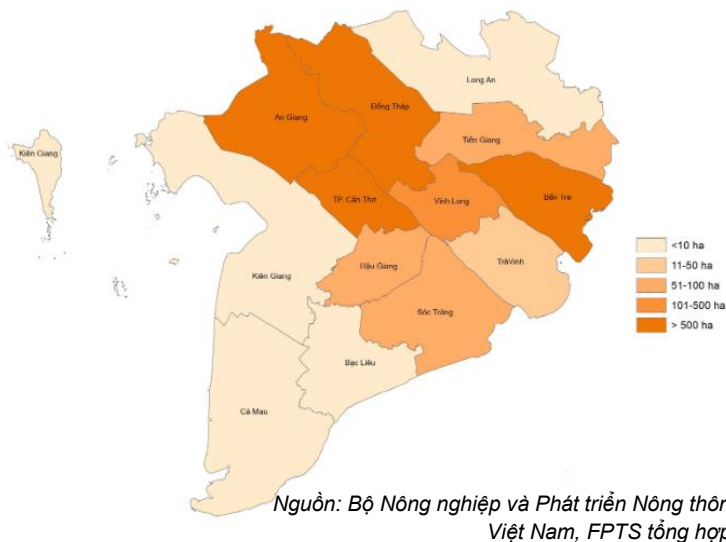
Cá tra là loài cá bản địa của dòng sông Mê Kông, sinh sống tự nhiên tại lưu vực sông các nước Thái Lan, Campuchia, Lào và Việt Nam. Đây là loài cá tương đối dễ nuôi, khả năng sinh sản và kháng bệnh cao.

Tại Việt Nam, đặc biệt là khu vực Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL) – nơi sở hữu hệ thống sông ngòi dày đặc và những điều kiện tự nhiên thuận lợi hỗ trợ cho hoạt động nuôi trồng, thời gian đầu, cá tra được người dân lấy giống từ tự nhiên về nuôi với quy mô nhỏ, chủ yếu tự phục vụ cho nhu cầu thực phẩm và phần nhỏ được bán ở các chợ quê. Từ những năm 1980, cá tra bắt đầu bước vào hành trình phát triển mới, sau khi được giới thiệu và đón nhận tại các thị trường xuất khẩu trên thế giới. Kể từ đó, các hộ nông dân ĐBSCL bắt đầu nhân giống và thả nuôi cá tra rộng rãi. Giai đoạn 2014-2019, sản lượng cá tra được nuôi trồng tại Việt Nam trung bình đạt khoảng 1,2 triệu tấn/năm, chiếm hơn ½ sản lượng cá tra toàn cầu.

Nhận thấy được giá trị từ con cá tra, các quốc gia có nghề nuôi trồng thủy sản lớn trên thế giới như Ấn Độ, Bangladesh, Indonesia, và gần đây là Trung Quốc cũng bắt đầu tiến hành thả nuôi, tuy nhiên quy mô nuôi cá tra của các quốc gia này còn khá nhỏ, cũng như chất lượng thịt cá thu hoạch kém hơn Việt Nam, do đó, hầu như chỉ mới đáp ứng cho nhu cầu tiêu thụ nội địa. Theo thống kê của Trung tâm Thương mại Quốc tế - ITC, năm 2019, cá tra từ Việt Nam chiếm đến 91% thị phần xuất khẩu cá tra trên toàn thế giới.

2. Đặc điểm nuôi trồng cá tra tại Việt Nam

Bản đồ các tỉnh nuôi trồng cá tra tại ĐBSCL



Tình hình nguyên liệu không ổn định, giá cá tra nguyên liệu trên thị trường biến động mạnh

Diện tích nuôi trồng cá tra của Việt Nam tập trung chủ yếu tại các tỉnh ĐBSCL, trọng điểm là tại các tỉnh Đồng Tháp, An Giang, Cần Thơ, Bến Tre.

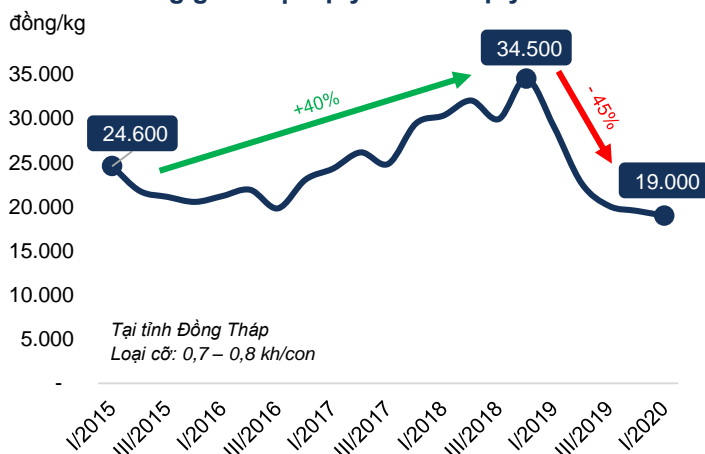
Giai đoạn từ khi bắt đầu nhân giống cá tra cho đến khi cá trưởng thành mất khoảng 6-8 tháng, trọng lượng trung bình đạt khoảng 1-2 kg. ([xem chi tiết Phụ lục 1: Các giai đoạn phát triển trong vòng đời của cá tra](#))

Bên cạnh các điều kiện thuận lợi về tự nhiên, hoạt động nuôi trồng cá tra của Việt Nam vẫn tồn tại nhiều khó khăn khi (1) chuỗi liên kết sản xuất giữa các hộ nuôi và các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu vẫn còn chưa chặt chẽ, tâm lý mở rộng/thu hẹp vùng nuôi của các hộ nuôi vẫn phần lớn dựa trên

diễn biến giá trên thị trường, cũng như (2) nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường xuất khẩu biến động khó lường, do đó, sản lượng cá tra nuôi trồng tại Việt Nam thường xuyên xảy ra tình trạng thiếu hụt hoặc dư thừa, ảnh hưởng lớn đến diễn biến giá cá tra nguyên liệu trên thị trường.

Ngoài ra, những năm gần đây, khi tình hình hạn mặn tại các khu vực ven biển ngày càng trở nên nghiêm trọng, đặc biệt là tại các tỉnh Bến Tre, Trà Vinh, Sóc Trăng, ... Mùa khô năm 2019 - 2020, xâm nhập mặn ở ĐBSCL xuất hiện sớm hơn so với mùa khô năm 2015-2016 (năm kỷ lục) với mức độ gay gắt hơn. Với độ mặn khá cao (khoảng 4-10 gam/lít), cá tra vẫn có thể sống sót, tuy nhiên việc thay đổi môi trường nước quá đột ngột sẽ khiến cá chậm lớn, dễ phát sinh bệnh. Điều này đã làm ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động nuôi trồng cá tra tại các khu vực này. Các vùng nuôi khác tại An Giang, Đồng Tháp và Cần Thơ ít bị ảnh hưởng hơn, do đây là khu vực thượng nguồn sông Cửu Long.

Diễn biến giá cá tra nguyên liệu trung bình theo quý trong giai đoạn quý I/2015 – quý I/2020



Nguồn: VASEP, FPTTS tổng hợp

Trong giai đoạn 2015-2018, giá cá tra nguyên liệu biến động theo xu hướng tăng, từ khoảng 24.600 đồng/kg lên đến 34.500 đồng/kg do nhu cầu tiêu thụ tích cực tại các thị trường xuất khẩu. Tuy nhiên, kể từ đầu năm 2019, giá cá tra nguyên liệu trên thị trường bắt đầu giảm mạnh, đến thời điểm cuối năm 2019, giá cá tra nguyên liệu chỉ ở mức khoảng 19.000 đồng/kg, giảm 45% yoy.

Nguyên nhân chính của sự sụt giảm này là do (1) nguồn cung cá tra tại khu vực ĐBSCL trong năm 2019 đột ngột tăng mạnh khi nông dân ồ ạt mở rộng diện tích nuôi bởi kỳ vọng giá bán sẽ tiếp tục tăng cao như thời điểm cuối năm 2018, trong khi (2) nhu cầu tiêu thụ trong giai đoạn này tại các thị trường xuất khẩu giảm, hàng tồn kho ở mức cao.

Nguồn cung tăng mạnh trong bối cảnh nhu cầu sụt giảm, đã khiến giá cá tra nguyên liệu trên thị trường chịu sức ép giảm giá nghiêm trọng. Chúng tôi ước tính, so với giá thành nuôi cá tra khoảng 20.000-22.000 đồng/kg, các hộ nuôi đang phải chấp nhận lỗ 5-15% vốn ban đầu khi mức giá cá trên thị trường như hiện nay.

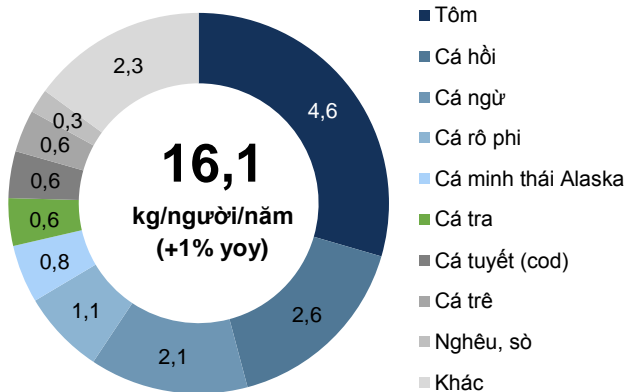
Bước sang đầu năm 2020, giá cá tra nguyên liệu trên thị trường tiếp tục duy trì ở mức thấp, dao động trong khoảng từ 18.000 -19.000 đồng/kg khi dịch bệnh viêm phổi cấp do vi rút corona (COVID-19) bùng phát trên phạm vi toàn cầu, khiến hoạt động xuất khẩu cá tra gặp nhiều khó khăn, (1) nhu cầu tiêu thụ giảm mạnh khi người tiêu dùng hạn chế đến các chuỗi nhà hàng, khách sạn, dịch vụ thực phẩm (food services),..., trong khi đây lại là những kênh phân phối cá tra chủ yếu tại các thị trường, ngoài ra, (2) do hoạt động vận tải bị gián đoạn, ảnh hưởng đến tốc độ luân chuyển hàng hóa từ khâu xuất khẩu, vận chuyển, thông quan đến tiêu thụ hàng hóa.

Ảnh hưởng bởi các rào cản thương mại và kỹ thuật tại các thị trường xuất khẩu

Ngoài chịu tác động từ các yếu tố ảnh hưởng đến đầu vào, xuất khẩu cá tra của Việt Nam còn đối mặt nhiều khó khăn do các rào cản thương mại và kỹ thuật tại đầu ra. Điển hình là tại thị trường Mỹ, ngoài các quy định về tiêu chuẩn chất lượng, truy xuất nguồn gốc và an toàn vệ sinh thực phẩm vô cùng khắt khe cần phải đảm bảo, cá tra Việt Nam xuất sang thị trường Mỹ còn bị áp thuế CBPG trong hơn 15 năm nay - kể từ năm 2003, gây ảnh hưởng đáng kể đến lợi thế cạnh tranh của hoạt động xuất khẩu cá tra Việt Nam tại thị trường này.

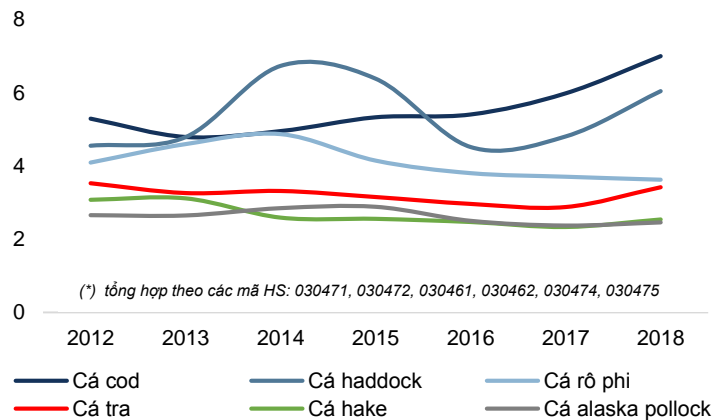
3. Cá tra Việt Nam chịu áp lực cạnh tranh từ các loài cá thịt trắng trên thế giới

Cơ cấu tiêu thụ thủy sản theo loài bình quân đầu người tại Mỹ năm 2018 (kg/người/năm)



Nguồn: National Fisheries Institute, FPTS tổng hợp

Giá nhập khẩu một số loài cá thịt trắng* của Mỹ giai đoạn 2012-2018 (USD/kg)



(* tổng hợp theo các mã HS: 030471, 030472, 030461, 030462, 030474, 030475)

Nguồn: UN Comtrade, FPTS tổng hợp

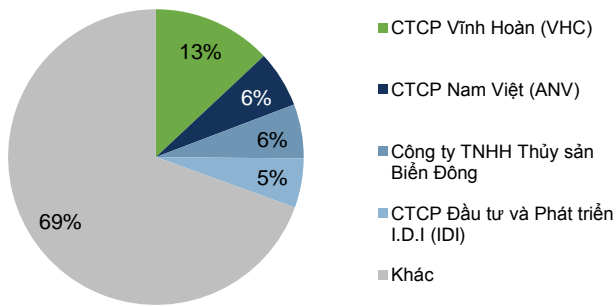
Cá tra Việt Nam được xếp vào nhóm các loài cá thịt trắng, cùng với các loài như cá tuyết Đại Tây Dương (cá cod), cá tuyết chấm đen (cá haddock), cá minh thái Alaska, cá rô phi,... do có nhiều đặc điểm và cấu tạo tương đồng. Năm 2018, cá tra nằm trong danh sách 10 loài thủy sản được tiêu thụ nhiều nhất tại thị trường Mỹ, theo kết quả, trung bình một người Mỹ tiêu thụ khoảng 0,6 kg cá tra trong tổng số 16,1 kg thủy sản trong năm.

Do đó, so với các loài thịt trắng ở phân khúc này, cá tra có vị thế cạnh tranh tương đối thấp, nhu cầu tiêu thụ phụ thuộc hoàn toàn vào khẩu vị và sự lựa chọn của người tiêu dùng. Tuy nhiên, cá tra vẫn có lợi thế cạnh tranh nhất định nhờ giá bán tương đối thấp so với các loài cá thịt trắng khác như cá cod, cá haddock và cá rô phi.

4. Dự báo cung cầu sản phẩm cá tra trong giai đoạn 2020F-2024F

Nguồn cung cá tra được dự báo sẽ duy trì ổn định

Theo thống kê của Bộ Nông Nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam, năm 2019, tổng diện tích nuôi cá tra của cả nước là 6.600 ha (+22% yoy), với sản lượng thu hoạch khoảng 1,42 triệu tấn. Tuy nhiên, trong thời gian tới, theo quy hoạch về hoạt động nuôi trồng cá tra giữa các tỉnh tại khu vực ĐBSCL, hầu như các tỉnh nuôi trồng cá tra trọng điểm sẽ không gia tăng mạnh về diện tích, duy trì công suất chế biến tương đương, tập trung nguồn lực vào đổi mới dây chuyền, công nghệ sản xuất của các nhà máy theo hướng hiện đại, nhằm gia tăng năng suất, nâng cao tỷ trọng các sản phẩm chế biến sâu và mang lại giá trị gia tăng cao.

Thị phần các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam năm 2019


Nguồn: VASEP, FPTS tổng hợp

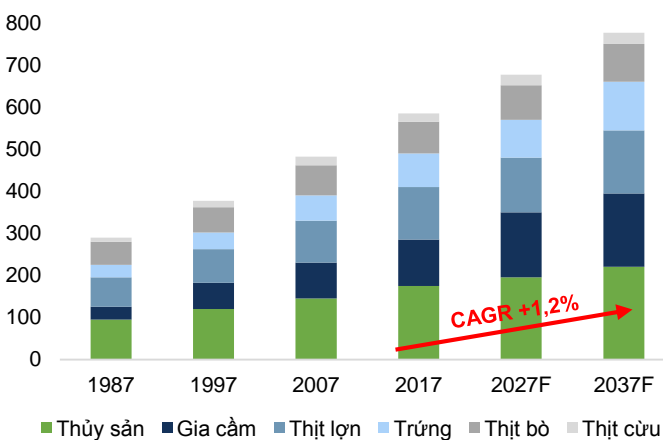
Theo ước tính của chúng tôi, hiện nay có khoảng 60-70% sản lượng cá tra trên thị trường đến từ vùng nuôi riêng của các doanh nghiệp, còn lại là vùng nuôi của nông dân hoặc liên kết giữa nông dân và doanh nghiệp. Tỷ lệ tự chủ của các doanh nghiệp ngày càng gia tăng xuất phát từ lo ngại của việc bị ảnh hưởng lớn bởi biến động giá cá tra nguyên liệu trên thị trường khi mua ngoài, do đó, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam hầu như đều chủ động triển khai vùng nuôi riêng nhằm khép kín chuỗi giá trị, hạn chế ảnh hưởng từ bên ngoài, cũng như quản lý chất lượng đầu vào và công tác truy xuất nguồn gốc được thuận tiện và hiệu quả hơn.

Thống kê diện tích nuôi trồng cá tra của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam

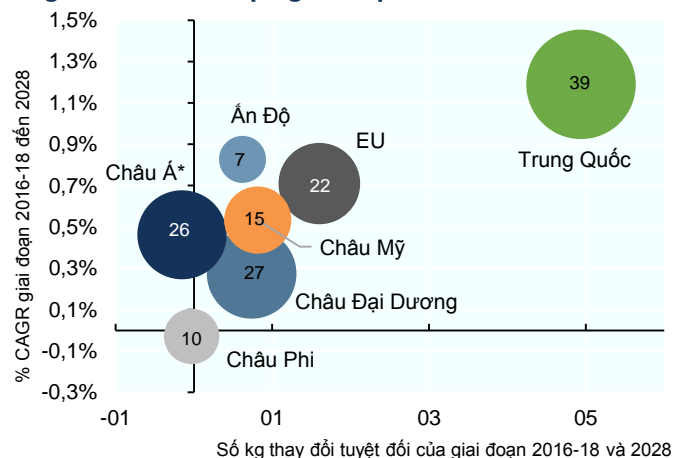
Doanh nghiệp	Vùng nuôi hiện tại (ha)	Kế hoạch mở rộng vùng nuôi năm 2020 (ha)	Tỷ lệ tự chủ trước và sau khi mở rộng vùng nuôi
VHC	700	50	50% - 60%
ANV	330	450	100% - 100%
Biển Đông	400	NA	NA
IDI	300	100	90% - 100%

Nguồn: FPTS tổng hợp

Giai đoạn đầu năm 2020, khi tình hình dịch bệnh COVID-19 lan rộng trên phạm vi toàn cầu, hoạt động xuất khẩu gặp nhiều khó khăn, các doanh nghiệp có vùng nuôi riêng đều tập trung khai thác sản lượng cá tra hiện có, nếu thiếu hụt thì mua ngoài, hạn chế việc triển khai các dự án vùng nuôi mới. Theo dự báo của Hiệp hội Thủy sản Việt Nam (VASEP), diện tích nuôi cá tra đã bắt đầu thu hẹp bởi tâm lý lo ngại diễn biến phức tạp của dịch bệnh COVID-19 cũng như giá cá tra trên thị trường hiện nay ở mức thấp, do đó, sản lượng cá tra năm 2020 có thể giảm khoảng 10% - 20%, đạt khoảng 1,2 triệu tấn. Bước sang năm 2021, VASEP dự báo có khả năng sẽ xảy ra tình trạng thiếu hụt cá tra nguyên liệu nếu tình trạng thu hẹp diện tích tiếp tục diễn ra mạnh mẽ hơn.

Nhu cầu tiêu thụ cá tra được dự báo tăng trưởng khoảng 4%/năm trong giai đoạn 2020F-2024F
Dự báo nhu cầu tiêu thụ sản phẩm protein trên thế giới đến năm 2037 (triệu tấn)


Nguồn: Robobank, USDA, FAO, FPTS tổng hợp

Dự báo lượng tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người theo khu vực giai đoạn 2016-2018 đến 2028


(*): ngoại trừ Trung Quốc và Ấn Độ.

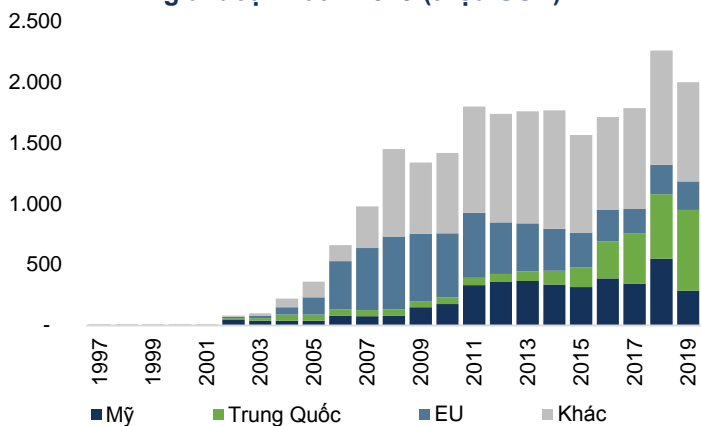
Ghi chú: Kích thước các vòng tròn thể hiện lượng thủy sản tiêu thụ bình quân đầu người giai đoạn 2016-2018 (đơn vị: số kg/người/năm)

Nguồn: OECD-FAO Agriculture Outlook 2019-2028, FPTS tổng hợp

Thủy sản luôn dẫn đầu là một trong số các nguồn thực phẩm cung cấp lượng protein lớn nhất cho con người. Tổ chức Robabank dự báo, nhu cầu tiêu thụ sản phẩm thủy sản sẽ tiếp tục phát triển với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm (CAGR) khoảng 1,2% trong giai đoạn từ năm 2017-2037F. Trong đó, nguồn thủy sản nuôi trồng được dự báo sẽ phát triển với tốc độ cao, trong khi nguồn thủy sản khai thác được dự báo sẽ tương đối ổn định do mục tiêu duy trì đa dạng sinh học.

Theo dự báo của OECD-FAO (Tổ chức Phát triển Hợp tác Kinh tế - Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp thế giới) về triển vọng của ngành nông nghiệp thế giới giai đoạn 2016-2018 đến 2028, nhu cầu tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người của các khu vực trên thế giới diễn biến tích cực, đặc biệt là Trung Quốc – quốc gia có lượng tiêu dùng thủy sản bình quân đầu người lớn nhất có tốc độ tăng trưởng khá cao, với CAGR khoảng 1,2% trong giai đoạn này, tương đương mỗi người dân nước này tiêu dùng thêm khoảng 5kg thủy sản. Tiếp theo là các thị trường châu Âu, Mỹ, châu Á (ngoại trừ Trung Quốc và Ấn Độ) cũng được dự báo tăng trưởng khả quan với CAGR lần lượt là 0,7%/năm, 0,5%/năm và 0,5%/năm.

Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam tại các thị trường giai đoạn 1997-2019 (triệu USD)



Nguồn: VASEP, FPTS tổng hợp

Việt Nam bắt đầu xuất khẩu cá tra từ những năm 1980, khi đó giá trị xuất khẩu còn rất nhỏ, chỉ khoảng 1-2 triệu USD mỗi năm. Tuy nhiên, sau hành trình 40 năm vươn ra thế giới, với những nỗ lực chung của toàn mảng trong quá trình xây dựng và phát triển hình ảnh cá tra tại hơn 140 thị trường xuất khẩu, kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam đã ghi nhận con số hàng tỷ USD. Năm 2019, giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam đạt 2,06 tỷ USD, -9% yoy, trong đó, các thị trường xuất khẩu chính của cá tra Việt Nam bao gồm Mỹ, Trung Quốc - Hồng Kông và châu Âu.

Ngành thủy sản Việt Nam nói chung và mảng cá tra nói riêng, đang dần tiến đến cơ hội lớn tại một trong những thị trường xuất khẩu chủ lực - thị trường châu Âu (chiếm khoảng 11% tổng giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam, năm 2019) khi Hiệp định thương mại tự do giữa EU và Việt Nam (EVFTA) được ký kết vào T06/2019 và dự kiến có hiệu lực vào T07/2020. Chúng tôi đánh giá rằng, Hiệp định này sẽ là một đòn bẩy, tạo điều kiện thuận lợi nhất để Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu cá tra, nâng cao lợi thế cạnh tranh so với các loài cá thịt trắng tại thị trường EU.

Thuế suất ưu đãi đối với mặt hàng cá tra khi Hiệp định EVFTA có hiệu lực vào năm 2020

Mã HS	Mô tả hàng hóa	Tỷ trọng đóng góp trong tổng GTXK cá tra sang EU	Thuế ưu đãi GSP	Thuế suất cơ sở	Danh mục thuế ưu đãi EVFTA	Kể từ khi hiệp định có hiệu lực	01/01/2021-31/12/2021	01/01/2022-31/12/2022	Từ 01/01/2023 về sau
030272	Cá tra tươi hoặc ướp lạnh	3%	4,5%	8%	B3	4,500%	4,000%	2,000%	0,000%
030324	Cá tra đông lạnh	4%	4,5%	8%	B3	4,500%	4,000%	2,000%	0,000%
030432	Cá tra phi-lê tươi hoặc ướp lạnh	8%	5,5%	9%	B3	5,500%	4,500%	2,250%	0,000%
030462	Cá tra phi-lê đông lạnh	85%	5,5%	5,5%	B3	4,125%	2,750%	1,375%	0,000%

Nguồn: Trung tâm WTO và Hội nhập, European Commission, VASEP, FPTS tổng hợp

Theo thống kê của VASEP, sản phẩm cá tra Việt Nam xuất khẩu sang thị trường EU chủ yếu là cá tra phi-lê đông lạnh (chiếm khoảng 85% tổng giá trị cá tra xuất khẩu) và các sản phẩm cá tra hình thức khác (mã HS: 030272, 030324, 030432) hiện có mức thuế 4,5%-5,5% sẽ giảm về 0% sau 3 năm Hiệp định EVFTA có hiệu lực.

Ngoài ra, mảng cá tra Việt Nam còn có nhiều cơ hội gia tăng giá trị xuất khẩu khi tại thị trường Mỹ.

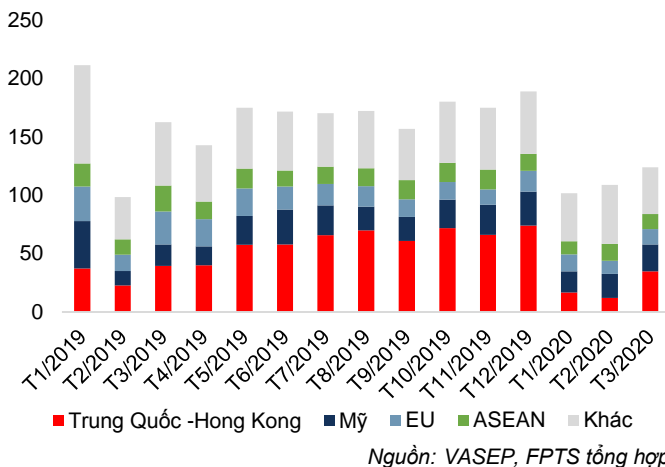
- Theo kết quả chính thức của lần rà soát CBPG lần thứ 15 (POR 15) cho cá tra xuất khẩu của Việt Nam giai đoạn từ 01/08/2017 đến 31/07/2018, mức thuế áp dụng cho các đơn vị tự nguyện là 0,15 USD/kg (giảm 89% so với mức thuế 1,37 USD/kg của POR 14), mức thuế toàn quốc là 2,39 USD/kg (không thay

đổi so với POR14). Hai doanh nghiệp có giá trị xuất khẩu cá tra lớn nhất tại thị trường Mỹ là VHC và Biển Đông tiếp tục được hưởng mức thuế CBPG thấp, lần lượt là 0 USD/kg và 0,16 USD/kg.

- Hơn nữa, vào ngày 31/10/2019, Bộ Nông nghiệp Mỹ cũng đã chính thức công nhận tương đương hệ thống kiểm soát an toàn thực phẩm cá da trơn của Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ. Chúng tôi đánh giá động thái này sẽ giúp cải thiện hình ảnh, vị thế cạnh tranh của cá tra tại thị trường Mỹ và cũng tạo điều kiện thuận lợi để xuất khẩu sang nhiều thị trường khác.

Dịch bệnh COVID-19 bùng phát đầu năm 2020 khiến hoạt động xuất khẩu cá tra Việt Nam năm 2020 gặp nhiều khó khăn

Giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam tại các thị trường trong giai đoạn từ T1/2019 – T3/2020 (triệu USD)



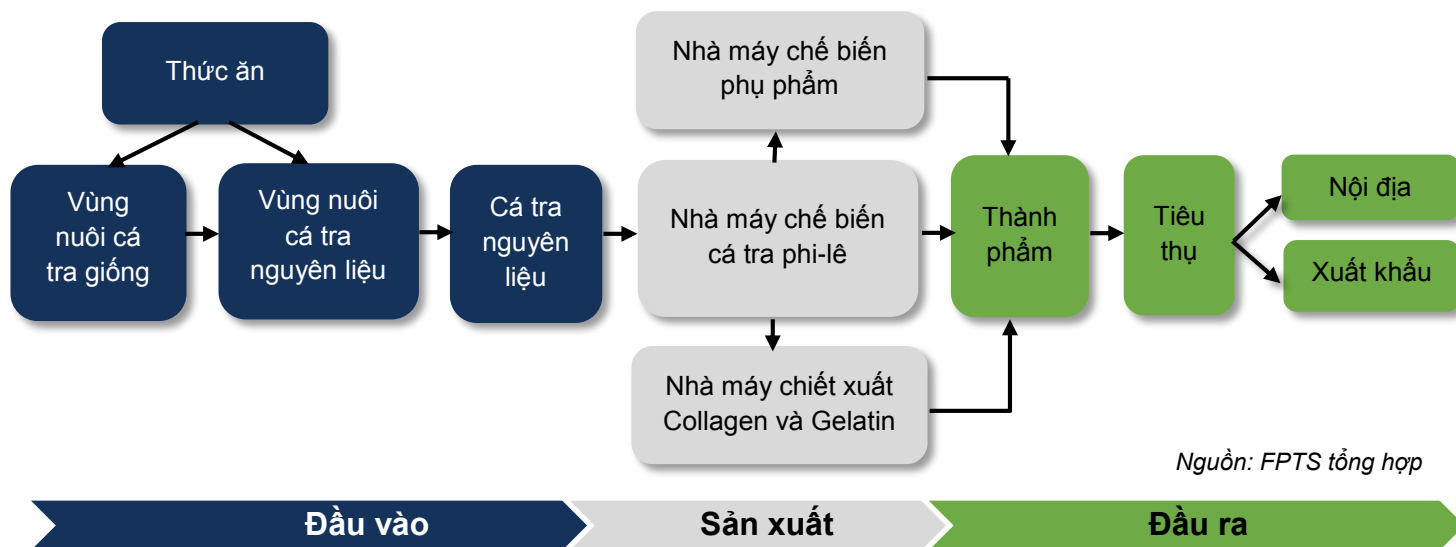
Trong quý 1/2020, giai đoạn dịch COVID-19 bùng phát và lan rộng trên phạm vi toàn cầu, giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam chỉ đạt 334 triệu USD, giảm 29% so với cùng kỳ. Trong đó, các thị trường trọng điểm như Trung Quốc, Mỹ, EU lần lượt sụt giảm 36%, 13% và 46%.

Bước sang thời điểm cuối T2/2020, khi tình hình dịch bệnh tại Trung Quốc đã cơ bản được kiểm soát, giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường này có dấu hiệu tăng dần, các doanh nghiệp cá tra kỳ vọng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc sẽ phục hồi hoàn toàn vào khoảng T6/2020. Nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường xuất khẩu còn lại như Mỹ, EU sẽ hồi phục dần khi tình hình dịch bệnh có xu hướng cải thiện.

Trong bối cảnh tình hình dịch bệnh COVID-19 diễn biến phức tạp, thói quen tiêu dùng tại các thị trường cũng có sự thay đổi, những sản phẩm đông lạnh, đóng hộp, đồ khô, các sản phẩm chế biến sẵn, sơ chế phù hợp cho chế biến ở nhà và sản phẩm thủy sản có mức giá trung bình, thấp được ưu tiên lựa chọn hơn. Trong khi các sản phẩm thủy sản tươi sống phục vụ cho nhà hàng giảm mạnh. Do đó, đòi hỏi các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam phải thay đổi để thích ứng và vượt qua khó khăn.

C. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA VHC

Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh



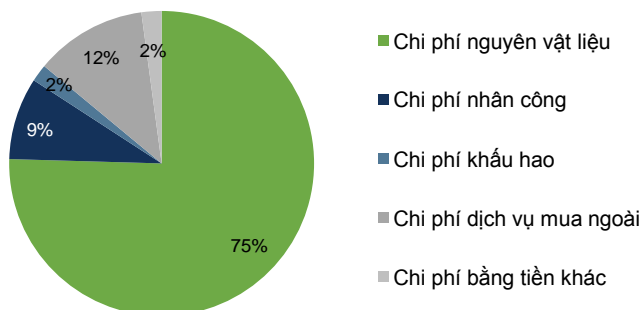
VHC xây dựng mô hình sản xuất kinh doanh là một chuỗi giá trị khép kín, từ khâu sản xuất giống, nuôi cá tra nguyên liệu cho đến khâu chế biến cá tra, các sản phẩm phụ từ cá tra và xuất khẩu tại các thị trường. Nhờ lợi thế của việc khép kín chuỗi giá trị, VHC có thể kiểm soát gần như toàn bộ quá trình sản xuất, do đó vừa đảm bảo cho công tác theo dõi, quản lý chất lượng vừa thuận tiện cho hoạt động truy xuất nguồn gốc nhằm đáp ứng tiêu chuẩn tại các thị trường xuất khẩu.

Trong nội dung tiếp theo của báo cáo này, chúng tôi tiến hành tập trung phân tích mảng chế biến cá tra xuất khẩu do đây là hoạt động chính, đóng góp khoảng 80% doanh thu trong giai đoạn 2014-2019 của VHC. Ngoài ra, do đánh giá tiềm năng tăng trưởng từ hoạt động chế biến Collagen và Gelatin từ da cá tra, chúng tôi cũng sẽ tách riêng mảng này để phân tích cụ thể.

I. Mảng cá tra xuất khẩu:

1.1. Đầu vào - Khả năng tự chủ nguồn cá tra nguyên liệu cuối năm 2019 khoảng 50%, dự kiến tăng 60% trong năm 2020

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố của VHC năm 2019



Nguồn: VHC, FPT S tổng hợp

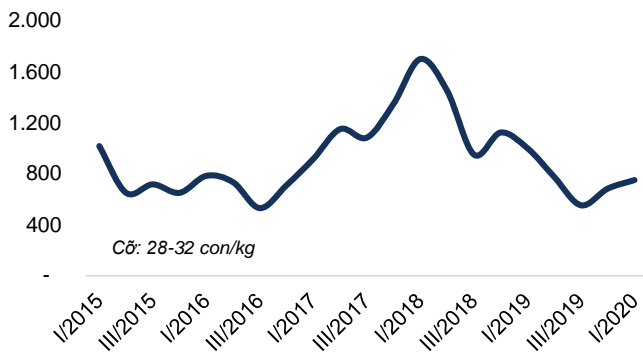
Do đặc thù của ngành thủy sản, chi phí nguyên vật liệu luôn chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh. Năm 2019, chi phí nguyên vật liệu của VHC chiếm đến 75% tổng chi phí sản xuất.

Chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng chi phí nguyên vật liệu của VHC là chi phí nuôi trồng và thu mua cá tra nguyên liệu. Tính đến thời điểm cuối năm 2019, nguồn cá tra nguyên liệu từ vùng nuôi của công ty có thể đáp ứng khoảng 50%, còn lại VHC thu mua từ các hộ nuôi liên kết để đáp ứng cho nhu cầu chế biến.

Vùng nuôi cá giống hiện với mức tự chủ khoảng 20-40% và tiếp tục được đầu tư mở rộng trong thời gian tới

Đối với hoạt động nuôi trồng thủy sản, con giống là yếu tố quyết định. Chất lượng giống khỏe, sạch bệnh, tăng trưởng nhanh,... sẽ góp phần to lớn cho thành công của vụ nuôi. Tuy nhiên, hiện nay con giống lại được xem là khâu yếu nhất trong chuỗi nuôi trồng cá tra, nguyên nhân là do tình trạng sản xuất giống tự phát, quy mô nhỏ, manh mún khiến chất lượng con giống ngày càng suy giảm.

Diễn biến giá cá tra giống trên thị trường trung bình theo quý giai đoạn 2015-2020 (đồng/con)



Nguồn: VASEP, FPTS tổng hợp

Giai đoạn từ năm 2015 đến nay, giá cá tra giống biến động khá mạnh, dao động trong khoảng từ 600-1.600 đồng/con, chủ yếu phụ thuộc vào tình hình nuôi trồng, mở rộng/thu hẹp diện tích nuôi. Do đó, để chủ động hạn chế ảnh hưởng của giá, đồng thời có thể kiểm soát và quản lý tốt hơn chất lượng cá tra giống đầu vào, VHC phát triển vùng nuôi cá tra giống riêng.

Năm 2018, VHC sở hữu diện tích nuôi cá tra giống khoảng 55 hecta (ha), tương đương với mức tự chủ khoảng 20-40%. Nhận thấy tầm quan trọng của khâu sản xuất giống, đầu năm 2019, VHC đã quyết định thành lập công ty con – công ty TNHH sản xuất giống cá tra Vĩnh Hoàn chuyên ươm nuôi giống cá tra, nhằm mục đích tiếp tục mở rộng và quản lý vùng nuôi.

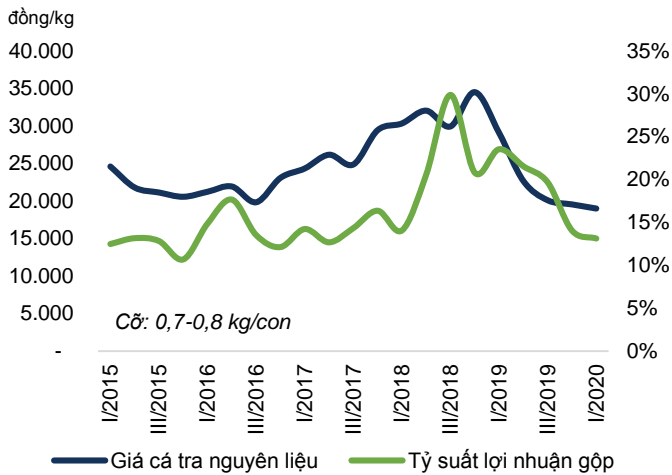
Năm 2019, khi triển khai dự án vùng nuôi rộng 220ha tại Tân Hưng, Long An, VHC cũng đã dành 50ha trong tổng số diện tích này để ươm nuôi con giống. Việc VHC ngày càng chú trọng đến khâu sản xuất giống cá tra, được kỳ vọng sẽ giúp VHC vừa nâng cao tỷ lệ tự chủ, giảm mức độ ảnh hưởng từ bên ngoài vừa cải thiện chất lượng giống cá tra.

Vùng nuôi cá tra nguyên liệu được mở rộng giúp nâng tỷ lệ tự chủ từ 50% lên 60% trong năm 2020

Hiện tại, VHC sở hữu vùng nuôi với tổng diện tích khoảng 700ha, tập trung chủ yếu tại các tỉnh ĐBSCL như Đồng Tháp, Tiền Giang, An Giang, Bến Tre, tương đương với khả năng có thể cung cấp khoảng 50% lượng cá tra nguyên liệu cho các nhà máy chế biến. Do đó, giúp VHC hạn chế một phần ảnh hưởng của giá cá tra nguyên liệu biến động trên thị trường.

Trong tổng giá thành nuôi cá tra, chi phí thức ăn thường chiếm tỷ trọng cao nhất, lên đến 70%-80%, do cá tra là loài cá thịt trắng có tỷ lệ chuyển đổi thức ăn (FCR – Feed Conversion Ratio) tương đối cao. Theo ước tính của FAO, tỷ lệ chuyển đổi thức ăn trung bình của cá tra tại Việt Nam dao động khoảng 1,65-1,79:1 (đồng nghĩa với việc cần sử dụng khoảng 1,65 – 1,79 kg thức ăn để nuôi cá tra có trọng lượng 1 kg), cao hơn nhiều so với FCR khoảng 1,2 kg của cá hồi, 1,1-1,3 kg của tôm thẻ chân trắng. Từ năm 2008, nhằm hỗ trợ nhu cầu thức ăn thủy sản cho các vùng nuôi của công ty, VHC thành lập nhà máy chế biến thức ăn Vĩnh Hoàn 1 với công suất thiết kế 120.000 tấn/năm. Tuy nhiên, đến tháng 7/2014, VHC đã bán nhà máy này cho đối tác Pilmico International (Philippines). Kể từ đó, VHC thu mua thức ăn thủy sản từ đối tác này, đồng thời, VHC cũng bán phụ phẩm của quá trình chế biến cá tra cho Pilmico để chế biến thức ăn. Với hai luồng giao dịch, hỗ trợ VHC mua được thức ăn thủy sản với mức giá hợp lý.

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo VHC, nhằm đa dạng hóa rủi ro, công ty chủ động theo đuổi chiến lược duy trì một tỷ lệ tự chủ nhất định giữa vùng nuôi riêng và nuôi liên kết. Chúng tôi đánh giá, đây là chiến lược hợp lý đối với quy mô và mô hình kinh doanh hiện tại của VHC, đến từ các nguyên nhân sau, (1) không tập trung quá nhiều rủi ro trong hoạt động nuôi trồng cá tra với quy mô lớn, khi các yếu tố thời tiết, dịch bệnh, chất lượng môi trường nước,... rất khó kiểm soát, (2) khi tình hình giá cá tra nguyên liệu trên thị trường xuống thấp, công ty có thể tận dụng để thu mua bên ngoài. Bên cạnh đó, VHC cũng xây dựng mối quan hệ hợp tác, làm việc lâu dài cùng các hộ nuôi liên kết, nhằm hỗ trợ các hộ nuôi duy trì sản lượng nuôi ổn định cung cấp cho công ty, do đó, đối với việc phải mua ngoài một phần cá tra nguyên liệu theo biến động giá cá tra trên thị trường không làm ảnh hưởng quá lớn đến tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC.

Diễn biến giá cá tra nguyên liệu và tỷ suất lợi nhuận gộp theo quý của VHC trong giai đoạn 2015-2020


Nguồn: VASEP, VHC, FPTS tổng hợp

Quan sát tương quan của giá cá tra nguyên liệu và tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC trong giai đoạn từ năm 2015 – đầu năm 2020, chúng tôi đánh giá VHC không bị ảnh hưởng đáng kể bởi biến động giá cá tra nguyên liệu trên thị trường.

Trong giai đoạn từ năm 2015 đến cuối năm 2017, diễn biến giá cá tra nguyên liệu trên thị trường tương đối ổn định, dao động trong khoảng 20.000-25.000 đồng/kg, tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC trong giai đoạn này duy trì bình quân khoảng 15%. Đến năm 2018, do nhu cầu tiêu thụ gia tăng tại các thị trường xuất khẩu, giá cá tra nguyên liệu bắt đầu tăng mạnh, từ mức khoảng 25.000 đồng/kg trong cuối năm 2017, lên đến 34.500 đồng/kg cuối năm 2018. Tương ứng trong thời gian này, tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC tăng từ mức 12% lên đến 22%, có thời điểm đạt 30% (Q3/2018) - mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của VHC.

Tuy nhiên, kể từ đầu năm 2019, do nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường giảm trong khi nguồn cung cá tra trên thị trường phát triển mạnh, khiến giá cá tra nguyên liệu sụt giảm về mức khoảng 19.000 đồng/kg. Cùng lúc này, giá bán xuất khẩu cũng giảm mạnh (sẽ phân tích cụ thể tại phần đầu ra) khiến tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC cả năm 2019 giảm còn 20%.

Trong Q1/2020, khi giá cá tra tiếp tục giảm vì hoạt động xuất khẩu gặp khó khăn do dịch COVID-19, tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC tiếp tục giảm về 13% do giá bán xuất khẩu và giá cá tra nguyên liệu đều đồng loạt sụt giảm.

1.2. Sản xuất: tiếp tục đầu tư nâng cấp, mở rộng nhà máy, nhằm tận dụng tối đa giá trị từ con cá tra

Thông tin về các nhà máy của VHC

Địa chỉ	Nhà máy sản xuất	Công suất thiết kế
Trụ sở chính: thành phố Cao Lãnh, Đồng Tháp	<ul style="list-style-type: none"> 2 nhà máy chế biến cá tra 1 nhà máy chế biến sản phẩm GTGT 	450 tấn/ngày
Công ty con Thanh Bình Đồng Tháp	<ul style="list-style-type: none"> 2 nhà máy chế biến cá tra 1 nhà máy chế biến bột cá, mỡ cá 	200 tấn/ngày
Công ty con Vĩnh Phước, tại Châu Thành, Đồng Tháp	<ul style="list-style-type: none"> 1 nhà máy chế biến cá tra 	150 tấn/ngày

Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Tính đến thời điểm cuối năm 2019, VHC sở hữu tổng cộng 5 nhà máy chế biến cá tra phi-lê, 1 nhà máy sản xuất sản phẩm GTGT và 1 nhà máy chế biến bột cá và mỡ cá. Tổng công suất của các nhà máy chế biến khoảng 800 tấn nguyên liệu/ngày.

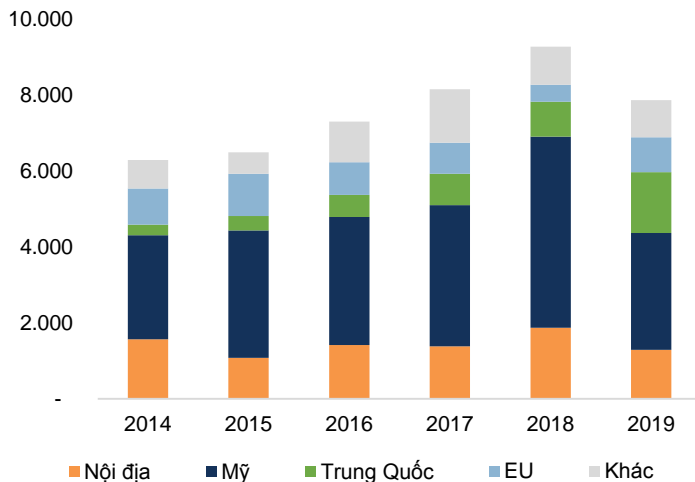
Cá tra là loài cá thịt trắng có tỷ lệ thu hồi khá cao. Đối với trung bình một con cá tra trưởng thành, trọng lượng thu hồi phi-lê khoảng 30%, còn lại là các phụ phẩm, do đó, lượng phụ phẩm thu được từ quá trình chế biến như da cá, mỡ cá, đầu cá, ruột cá, xương cá,... cũng rất dồi dào. Từ đầu năm 2020, tại công ty con Vĩnh Phước, vừa đi vào hoạt động thêm một nhà máy chế biến bột cá, mỡ cá với công suất khoảng 120.000 tấn thành phẩm/năm. VHC kỳ vọng nhà máy mới này sẽ giúp hỗ trợ doanh thu mảng phụ phẩm tăng khoảng 20% yoy.

Ngoài ra, tại tháng 4/2020, nhằm tận dụng quỹ đất tại công ty con Vĩnh Phước, VHC tiến hành đầu tư xây dựng kho lạnh với công suất 12.000 tấn, dự kiến công trình này sẽ hoàn thành vào T8/2020, giúp công ty chủ động, linh hoạt hơn trong công tác quản lý hàng tồn kho và giúp tiết giảm chi phí đầu vào.

Đồng thời, cũng vào thời gian này, VHC bắt đầu xây dựng nhà máy tinh luyện dầu cá được chiết xuất từ các phụ phẩm trong quá trình chế biến cá tra, với công suất 100 tấn/ ngày tại công ty con Vĩnh Phước, dự kiến nhà máy này sẽ hoàn thành vào cuối năm nay. Đây là một sản phẩm mới của VHC, do trong quá trình phát triển bán hàng tại các thị trường xuất khẩu, công ty nhận thấy thị trường tiêu thụ tiềm năng, do đó, VHC bắt đầu nghiên cứu và phát triển dòng sản phẩm mới này để tiếp tục tận dụng nguồn phụ phẩm dồi dào tại các nhà máy chế biến và góp phần nâng cao lợi nhuận của công ty.

1.3. Đầu ra: sở hữu lợi thế cạnh tranh lớn tại thị trường Mỹ

Doanh thu theo thị trường của VHC giai đoạn 2014-2019 (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Doanh thu của VHC chủ yếu đến từ các thị trường xuất khẩu, trung bình chiếm khoảng 80% tổng doanh thu, còn lại là doanh thu nội địa (chủ yếu đóng góp từ các sản phẩm bột cá, mỡ cá).

Sản phẩm cá tra Việt Nam khó có thể phát triển mạnh thị trường nội địa cũng là thực trạng chung của toàn ngành, một phần là do nhu cầu tiêu thụ sản phẩm cá tra của người tiêu dùng Việt Nam còn thấp, ngoài ra, do không thể liên kết để phân phối vào các hệ thống siêu thị, bán lẻ do các bên này thiếu hệ thống kho lạnh để lưu trữ sản phẩm trong khi điều kiện để bảo quản cá tra phi-lê đông lạnh là khoảng -18°C.

Các thị trường xuất khẩu trọng điểm của VHC là thị trường Mỹ, Trung Quốc và EU. Trong đó, thị trường Mỹ chiếm tỷ trọng cao nhất, thị trường Trung Quốc đang có sự tăng trưởng tích cực và thị trường EU duy trì khá ổn định.

Các sản phẩm cá tra của VHC được tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu thông qua cả kênh truyền thống và kênh hiện đại. Kênh truyền thống là thông qua các đối tác xuất khẩu và nhà phân phối (B2B), còn ở kênh hiện đại, VHC tập trung phát triển hoạt động phân phối trực tiếp đến các chuỗi nhà hàng, siêu thị và thương mại điện tử (B2C). Bên cạnh đó, VHC cũng chú trọng việc xây dựng các thương hiệu riêng khi kinh doanh sản phẩm cá tra tại các thị trường xuất khẩu.

Một số thương hiệu sản phẩm cá tra của VHC tại các thị trường xuất khẩu



Nguồn: VHC

Các khách hàng của VHC tại các thị trường xuất khẩu

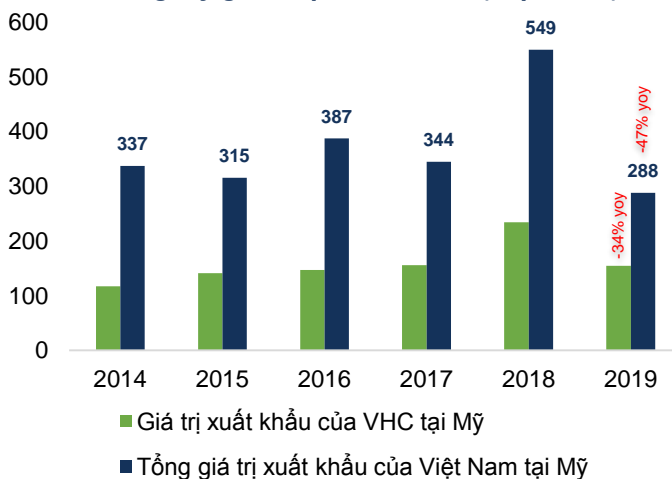

Nguồn: VHC

Phân tích cụ thể các thị trường xuất khẩu của VHC:

Thị trường Mỹ (năm 2019, chiếm khoảng 47% tổng giá trị xuất khẩu): Là đơn vị xuất khẩu cá tra duy nhất tại Việt Nam được hưởng mức thuế CBPG 0 USD/kg, giúp VHC sở hữu lợi thế lớn tại thị trường này

Đây là thị trường chiến lược của VHC từ khi đi vào hoạt động. Từ khi thành lập, VHC quyết tâm xây dựng chuỗi giá trị bài bản, đảm bảo có thể kiểm soát chất lượng, an toàn vệ sinh thực phẩm và truy xuất nguồn gốc toàn bộ quy trình sản xuất, do đó, sản phẩm cá tra của VHC từ lâu đã chinh phục được thị trường Mỹ với những tiêu chuẩn khắt khe nhất. Lợi thế này được thể hiện rõ khi VHC từ lâu đã được hưởng mức thuế CBPG thấp hơn so với các đối thủ trong ngành, mức thuế từ POR5 đến POR15 đều gần như bằng 0. [\(xem thêm phụ lục 2: Thuế suất CBPG của VHC tại thị trường Mỹ\)](#). Với các tiêu chuẩn chất lượng khắt khe và nghiêm ngặt so với các thị trường xuất khẩu khác trên thế giới, do đó, giá bán cá tra xuất khẩu tại thị trường Mỹ luôn cao hơn khoảng 10-20% các thị trường khác. [\(xem chi tiết Phụ lục 3: Giá bán cá tra xuất khẩu sang các thị trường\)](#).

Giá trị xuất khẩu cá tra của VHC và Việt Nam tại thị trường Mỹ giai đoạn 2014-2019 (triệu USD)



Nguồn: VASEP, ITC, FPTSS tổng hợp

Giai đoạn 2014-2018, giá trị xuất khẩu cá tra của VHC sang Mỹ có xu hướng tăng, nổi bật là năm 2018, giá trị xuất khẩu cá tra của VHC sang Mỹ đạt 234 triệu USD, chiếm khoảng 43% tổng giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Mỹ. Do trong năm này, nhu cầu tiêu thụ cá tra tại thị trường Mỹ tăng vọt, đẩy giá bán xuất khẩu tăng cao. Đây cũng là năm mà giá bán xuất khẩu cao nhất trong lịch sử hoạt động của VHC. Bước sang năm 2019 – giá bán xuất khẩu điều chỉnh giảm, giá trị xuất khẩu của VHC giảm 34% yoy về mức 154 triệu USD, thấp hơn mức giảm 47% yoy của toàn mảng cá tra Việt Nam.

Ngày 25/04/2020, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) công bố kết quả cuối cùng của đợt rà soát CBPG gần nhất - lần thứ 15 (POR 15) trong kỳ xem xét từ ngày 1/8/2017 - 31/7/2018, thuế CBPG cho mặt hàng cá tra của VHC

vẫn là 0 USD/kg. Trong khi đó, có thêm nhiều doanh nghiệp cũng được hưởng mức thuế xấp xỉ 0 USD/kg, do vậy, cạnh tranh tại thị trường Mỹ sẽ có xu hướng gia tăng. Tuy nhiên, nhờ quá trình làm việc lâu dài, cũng như chất lượng sản phẩm cao, chúng tôi đánh giá cao về lợi thế của VHC, do đó, kết quả của POR15 sẽ không làm ảnh hưởng đáng kể đến vị thế cạnh tranh của VHC tại thị trường Mỹ.

Hiện nay, tại thị trường Mỹ, VHC có khoảng 60% doanh thu đến từ các nhà phân phối tại nhà hàng, khách sạn, còn lại 40% đến từ kênh bán lẻ. Trong Q1/2020, do tình hình dịch bệnh diễn biến phức tạp và tăng nhanh tại thị trường Mỹ, doanh thu từ kênh nhà hàng, khách sạn sụt giảm mạnh, do ảnh hưởng trực tiếp từ việc người dân hạn chế ra ngoài, ngưng các hoạt động/dịch vụ tập trung đông người. Tuy nhiên, nhờ sự chuyển đổi nhanh chóng sang kênh bán lẻ, kết quả doanh thu Q1/2020 của VHC tại thị trường Mỹ đạt 757 tỷ đồng, giảm nhẹ 4% so với cùng kỳ năm 2019, so với mức sụt giảm khoảng 13% của toàn mảng cá tra Việt Nam tại thị trường này. Do đó, trong bối cảnh của tình hình dịch bệnh COVID-19 còn diễn biến phức tạp, VHC tiếp tục chủ động chuyển sang phân phối bán lẻ tại thị trường Mỹ và các thị trường khác, công ty chủ động đầu tư thêm các máy móc, thiết bị để đóng gói với kích cỡ nhỏ hơn, hướng tới tỷ lệ 50:50 tại hai kênh phân phối này để quản trị rủi ro.

VHC kỳ vọng, tình hình xuất khẩu của VHC sang thị trường Mỹ sẽ bắt đầu hồi phục mạnh trong nửa cuối năm 2020, khi tình hình dịch bệnh được kiểm soát và các hoạt động dịch vụ trở lại bình thường. Chúng tôi ước tính, giá trị xuất khẩu sang thị trường Mỹ của VHC, năm 2020, sẽ sụt giảm khoảng 5% yoy.

Thị trường Trung Quốc (năm 2019, chiếm khoảng 24% tổng giá trị xuất khẩu): kỳ vọng hồi phục hoàn toàn từ tháng 6/2020 sau dịch COVID-19

Thị trường Trung Quốc dần trở thành thị trường xuất khẩu trọng điểm của sản phẩm cá tra Việt Nam, nhờ quy mô thị trường rất rộng, với dân số hơn 1,4 tỷ người.

Trong giai đoạn 2014-2019, giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Trung Quốc đạt tốc độ tăng trưởng bình quân hằng năm khoảng 42,5%. Chúng tôi đánh giá động lực tăng trưởng của hoạt động xuất khẩu cá tra sang thị trường Trung Quốc là do (1) hình ảnh cá tra Việt Nam dần được cải thiện nhờ thay đổi hình thức mua bán từ tiểu ngạch sang chính ngạch, (2) người dân nước này ngày càng ưa chuộng các sản phẩm cá tra trong các chuỗi siêu thị, nhà hàng, khách sạn, ... cũng như (3) kể từ đầu năm 2019, khi dịch tả lợn châu Phi (African Swine Fever - ASF) tại Trung Quốc bùng phát và lan rộng, đã khiến giá thịt lợn nước này tăng cao, qua đó phần nào cải thiện nhu cầu các sản phẩm thay thế, trong đó có cá tra của Việt Nam.

Với tốc độ tăng trưởng cao trong nhu cầu tiêu thụ tại Trung Quốc, giá trị xuất khẩu cá tra của VHC sang thị trường Trung Quốc tăng trung bình khoảng 41,3%/năm trong giai đoạn 2014-2019. Năm 2019, doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc của VHC đạt gần 1.600 tỷ đồng, chiếm 20% tổng doanh thu, vươn lên là doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu cá tra lớn nhất tại thị trường này.

Tuy nhiên, từ tháng 1/2020, dịch COVID-19 bắt đầu bùng phát tại Trung Quốc, giá trị xuất khẩu cá tra của VHC sang thị trường này bị ảnh hưởng mạnh mẽ, giá trị xuất khẩu Q1/2020 chỉ đạt 73 tỷ đồng, giảm 68% yoy. Hoạt động xuất khẩu cá tra của VHC kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh tại thị trường Trung Quốc vào khoảng cuối Q2/2020. Chúng tôi dự báo, giá trị xuất khẩu của VHC sang thị trường Trung Quốc năm 2020 sẽ tăng khoảng 5% yoy.

Thị trường EU (năm 2019, chiếm khoảng 14% tổng giá trị xuất khẩu): kỳ vọng được hưởng lợi từ ưu đãi thuế của Hiệp định EVFTA

Đây là thị trường xuất khẩu lớn thứ 3 của VHC. Tại EU, doanh thu của VHC chủ yếu được đóng góp từ Anh, Đức và Thụy Sĩ. Giai đoạn 2014-2019, giá trị xuất khẩu của VHC sang thị trường EU có xu hướng giảm nhẹ, năm 2019, đạt khoảng 917 tỷ đồng, đóng góp khoảng 12% tổng doanh thu của VHC. Nguyên nhân chủ yếu là do sản phẩm cá tra tại EU gặp phải sự cạnh tranh gay gắt của các sản phẩm cá thịt trắng thay thế.

Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam cũng như VHC trong thời gian tới sẽ được cải thiện nhờ thuế suất ưu đãi từ Hiệp định EVFTA, dự kiến có hiệu lực vào T07/2020. Khi đó, thuế suất của các mặt hàng cá tra xuất khẩu chủ lực của Việt Nam sẽ được giảm dần về mức 0% sau 3 năm kể từ khi Hiệp định có hiệu lực, hỗ trợ nâng cao lợi thế cạnh tranh của cá tra Việt Nam so với các loài cá thịt trắng tại thị trường này.

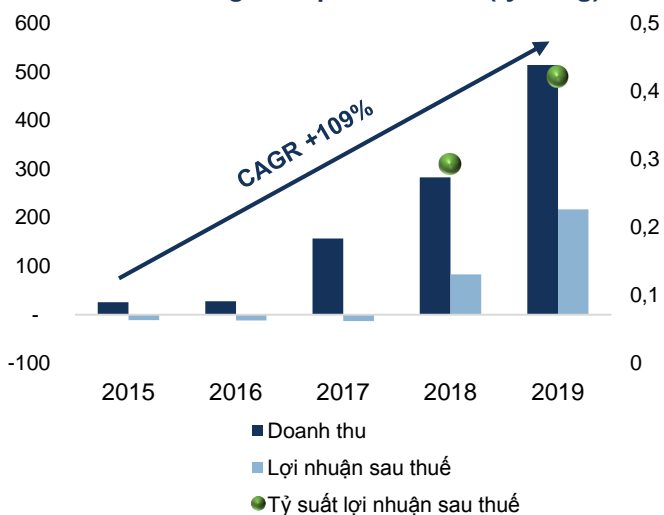
II. Màng sản xuất Collagen và Gelatin – sản phẩm GTGT cao từ cá tra, được kỳ vọng là động lực tăng trưởng của VHC trong tương lai

VHC là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam sản xuất Collagen và Gelatin từ da cá tra. Đây là các sản phẩm có tính ứng dụng cao trong các ngành dược phẩm, mỹ phẩm, thực phẩm, ... ([xem chi tiết Phụ lục 4 : Ứng dụng của Collagen và Gelatin](#)). So với sản phẩm Collagen và Gelatin chiết xuất từ các loại da khác, như da bò, da heo... thì da cá có tính hấp thụ cao, khả năng sinh học tốt, rủi ro thấp trong lây truyền bệnh. Đặc biệt, sản phẩm này không có rào cản tôn giáo, nhất là khu vực có người theo đạo Hồi, nên thị trường xuất khẩu rất rộng.

VHC đã bắt đầu nghiên cứu dòng sản phẩm này từ năm 2010, tuy nhiên, đến năm 2015, dây chuyền chế biến Collagen và Gelatin của VHC mới chính thức đi vào hoạt động, với công suất thiết kế tổng cộng 2.000 tấn thành phẩm/năm (Collagen: 1.000 tấn thành phẩm/năm, Gelatin: 1.000 tấn thành phẩm/năm).

Tỷ suất thu hồi Collagen và Gelatin tại nhà máy sản xuất của VHC là khoảng 8% (nghĩa là, với khoảng 100 kg da cá, qua quá trình chiết xuất sẽ thu được khoảng 8kg Collagen và Gelatin). Thông thường, đối với một con cá tra trưởng thành, trọng lượng da cá sẽ chiếm khoảng 5-6%. Các nhà máy của VHC hiện tại mỗi năm có thể chế biến khoảng gần 100.000 tấn cá tra, nguồn phụ phẩm da cá tương đối khá dồi dào, nhưng để đủ sản lượng sản xuất Collagen và Gelatin, VHC phải mua ngoài một phần da cá. Với lợi thế là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam tính đến thời điểm hiện tại có thể sản xuất được Collagen và Gelatin từ da cá tra, nên nguồn da cá tra đầu vào của VHC không bị hạn chế, giá bán da cá tra chủ yếu phụ thuộc vào biến động giá cá tra nguyên liệu trên thị trường.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế mảng Collagen và Gelatin giai đoạn 2015-2019 (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

VHC đã mở rộng thành công mạng lưới khách hàng của sản phẩm Collagen và Gelatin tại nhiều thị trường trên thế giới như châu Âu, Mỹ, Hàn Quốc, Nhật Bản, ... Trong giai đoạn 2015-2019, tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng Collagen và Gelatin của VHC trung bình lên đến 109%/năm. Năm 2019, doanh thu mảng này đạt giá trị 514 tỷ đồng, +82% yoy, nâng tỷ lệ đóng góp vào tổng doanh thu của VHC lên 7%.

Từ một phụ phẩm giá trị thấp trong quá trình chế biến, việc ứng dụng công nghệ cao để sản xuất ra sản phẩm GTGT cao, với giá bán Collagen trung bình khoảng 15-18 USD/kg, Gelatin khoảng 12-15 USD/kg, đã giúp VHC thu lại giá trị lớn. Năm 2019, tỷ suất lợi nhuận sau thuế của mảng này đạt khoảng 42%, tương đương với lợi nhuận sau thuế đạt 217 tỷ đồng, đóng góp khoảng 18% vào tổng lợi nhuận sau thuế của VHC.

Ngoài ra, trong năm 2019, VHC phát triển thành công các dòng sản phẩm mới, bao gồm: Collagen Tripeptides và Nano Collagen, đây là dòng sản phẩm vượt trội hơn so với Collagen thông thường, với giá bán lên đến khoảng 50 USD/kg. Trong năm 2020, VHC tiếp tục nâng công suất của dây chuyền sản xuất Collagen và Gelatin từ 2.000 lên 3.500 tấn thành phẩm/năm. Ban lãnh đạo VHC kỳ vọng, năm 2020, doanh số mảng collagen và gelatin sẽ tăng trưởng khoảng 60% yoy.

Với các xu hướng phát triển mạnh mẽ của lĩnh vực mỹ phẩm và chăm sóc sức khỏe, cũng như việc VHC sở hữu lợi thế là doanh nghiệp tiên phong trong mảng chế biến Collagen và Gelatin từ da cá tra tại Việt Nam, chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng trưởng của mảng Collagen và Gelatin của VHC trong thời gian tới.

III. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2020 và kế hoạch kinh doanh năm 2020 của VHC

Trong Q1/2020, các doanh nghiệp ngành thủy sản nói chung và mảng cá tra Việt Nam gặp rất nhiều khó khăn tại các thị trường xuất khẩu do ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19 đã gây gián đoạn toàn bộ chuỗi giá trị. Giá trị xuất khẩu toàn mảng cá tra Việt Nam trong Q1/2020 đã sụt giảm 29% so với cùng kỳ. Là doanh nghiệp lớn nhất trong mảng cá tra, hoạt động xuất khẩu VHC cũng không tránh khỏi bị ảnh hưởng tiêu cực, nhưng mức sụt giảm về giá trị xuất khẩu của VHC có phần thấp hơn, doanh thu thuần đạt 1.636 tỷ đồng, giảm 9% yoy. Trong đó, mảng cá tra phi-lê xuất khẩu giảm 4% yoy, phụ phẩm giảm 11% yoy; mảng Collagen và Gelatin và các sản phẩm GTGT tăng lần lượt 31% yoy, 28% yoy. Tuy nhiên, do giá vốn trong giai đoạn này vẫn tăng 4% yoy, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của VHC giảm khoảng 50% so với cùng kỳ.

Kết quả hoạt động kinh doanh của VHC quý 1/2020

	Q1/2020	Q1/2019	% yoy		Q1/2020	Q1/2019	% yoy
Doanh thu thuần	1.636	1.789	-9%	Doanh thu theo sản phẩm			
Giá vốn hàng bán	1.421	1.368	+4%	Cá tra phi-lê	1.207	1.259	-4%
Lợi nhuận gộp	215	421	-49%	Phụ phẩm	197	221	-11%
Chi phí bán hàng	39	49	-20%	Collagen và Gelatin	138	105	+31%
Chi phí QLDN	40	45	-11%	Sản phẩm GTGT	26	20	+28%
EBIT	136	327	-58%	Khác	68	183	-63%
Doanh thu tài chính	55	31	+77%	Doanh thu theo thị trường			
Chi phí tài chính	18	24	-25%	Mỹ	757	788	-4%
Chi phí lãi vay	12	18	-33%	Châu Âu	272	244	+11%
Phần lãi công ty liên kết	0	13	NA	Trung Quốc	73	229	-68%
Lợi nhuận khác	-1	-0,2	-80%	Khác	534	528	+1%
Lợi nhuận trước thuế	172	346	-50%				
Lợi nhuận sau thuế	152	307	-50%				

Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Do lo ngại ảnh hưởng của tình hình dịch bệnh COVID-19 đến hoạt động kinh doanh, cũng như các yếu tố khác như sự gia tăng của hàng rào thuế quan, phí thuế quan, gián đoạn trong chuỗi cung ứng, ban lãnh đạo VHC xây dựng kế hoạch kinh doanh 2020 với 2 kịch bản: Cao và Thấp. Đối với kịch bản Cao, ban lãnh đạo kỳ vọng doanh thu thuần của VHC tăng 9% yoy, lợi nhuận sau thuế giảm 10% yoy. Đối với kịch bản Thấp, doanh thu và lợi nhuận sau thuế giảm khoảng 25% so với kế hoạch kịch bản Cao.

Kế hoạch kinh doanh của VHC năm 2020

Đơn vị: tỷ đồng

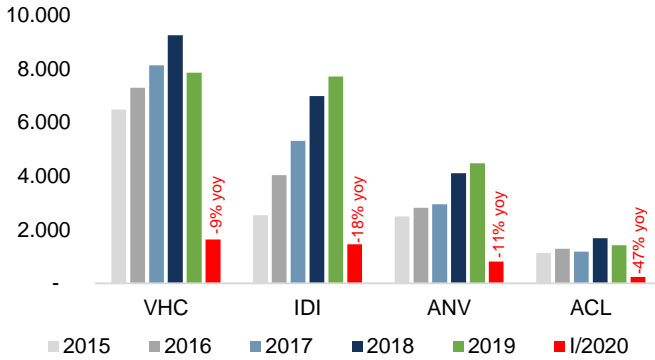
	Kế hoạch năm 2020		Thực hiện năm 2019
	Kịch bản 1: Cao	Kịch bản 2: Thấp	
Doanh thu thuần	8.600 (+9% yoy)	6.450 (-18% yoy)	7.867
Lợi nhuận sau thuế	1.063 (-10% yoy)	800 (-32% yoy)	1.179

Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

D. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

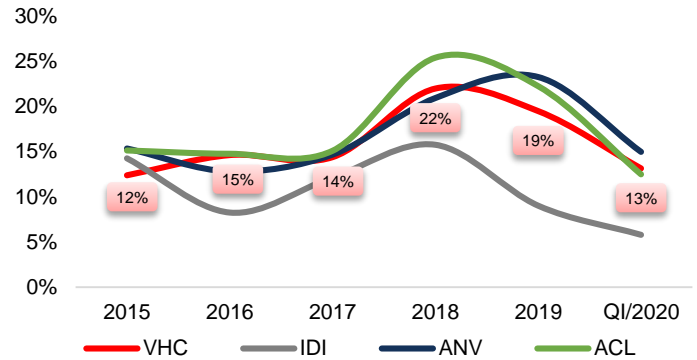
1. Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp

Doanh thu thuần của một số doanh nghiệp mảng cá tra giai đoạn 2015-Q1/2020 (tỷ đồng)



Nguồn: FPT S tổng hợp

Tỷ suất lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp mảng cá tra giai đoạn 2015-Q1/2020



Nguồn: FPT S tổng hợp

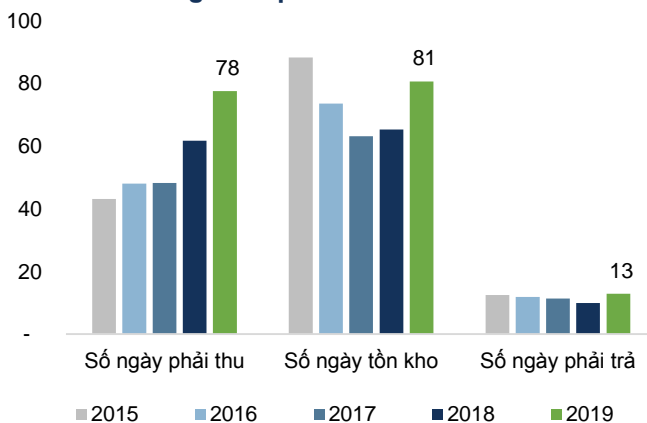
Giai đoạn 2015-2018, doanh thu thuần của VHC tăng trưởng ổn định với CAGR khoảng 13%, tuy nhiên đến năm 2019, do hoạt động xuất khẩu sang thị trường chủ lực - Mỹ gặp khó khăn, hàng tồn kho trong năm của Mỹ vẫn khá cao, kéo dài từ năm 2018, khiến doanh thu thuần của VHC giảm 15% yoy. Trong khi đó, các doanh nghiệp khác trong mảng như IDI và ANV, tăng trưởng khá ổn định trong giai đoạn 2015-2019, với tốc độ tăng trưởng CAGR lần lượt là 32% và 16%. Nguyên nhân chủ yếu là do thị trường xuất khẩu chủ lực của IDI và ANV là Trung Quốc trong giai đoạn này phát triển tích cực.

Trong Q1/2020, thời điểm dịch COVID-19 bùng phát tại Trung Quốc và lan rộng đến Mỹ, EU, giá trị xuất khẩu của toàn mảng cá tra của Việt Nam trong Q1/2020 sụt giảm nghiêm trọng, chỉ đạt 334 triệu USD, giảm 29,3% so với cùng kỳ. Trong giai đoạn khó khăn này, khi so sánh các doanh nghiệp hàng đầu trong mảng cá tra Việt Nam, doanh thu thuần của VHC ghi nhận mức sụt giảm thấp hơn, giảm khoảng 9% yoy, trong khi kết quả doanh thu thuần của IDI, ANV và ACL lần lượt giảm 18%, 11% và 47% so với cùng kỳ.

Giai đoạn 2015-Q1/2020, tỷ suất lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp mảng cá tra Việt Nam trung bình khoảng 17% và diễn biến khá tương đồng với tốc độ tăng trưởng doanh thu. Trong năm 2019 và Q1/2020, tỷ suất lợi nhuận gộp của ANV đạt cao nhất, đến từ lợi thế có thể tự chủ hoàn toàn cá tra nguyên liệu đầu vào, chi phí thức ăn,... Trong khi đó, do chịu tác động lớn từ giá bán xuất khẩu tại thị trường Mỹ, tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC điều chỉnh giảm trong năm 2019, ở mức 19%; trong Q1/2020, giảm còn 13%.

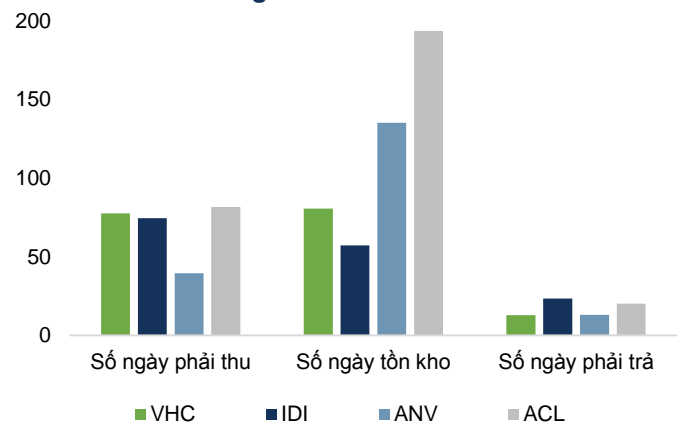
2. Hiệu quả hoạt động

Số ngày phải thu, tồn kho và phải trả của VHC giai đoạn 2015-2019



Nguồn: VHC, FPT S tổng hợp

So sánh hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp mảng cá tra năm 2019

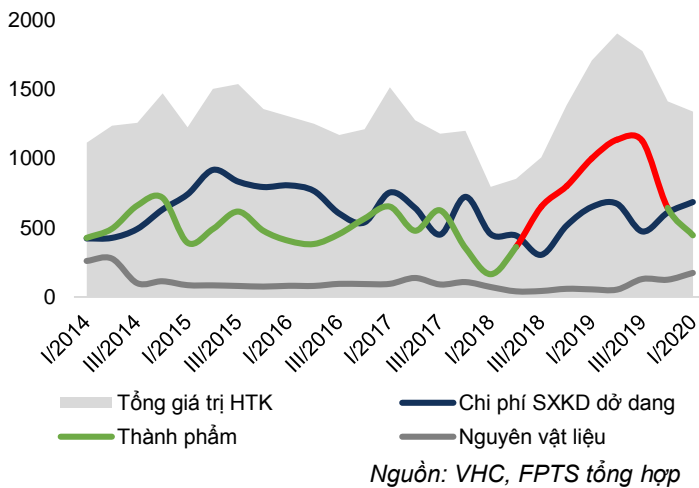


Nguồn: FPT S tổng hợp

Về quản trị khoản phải thu: Giai đoạn 2015-2019, số ngày phải thu của VHC có xu hướng tăng mạnh, từ khoảng 43 lên đến 78 ngày. Trong tổng giá trị khoản phải thu của VHC, có khoảng gần 60% phải thu đến từ khách hàng Coast Beacon (trước đây là CTCP Vĩnh Hoàn USA – công ty con do VHC thành lập để tìm kiếm và hỗ trợ bán hàng tại thị trường Mỹ, tuy nhiên từ cuối năm 2014, VHC đã thoái 85% vốn hoàn toàn tại công ty này). Đến thời điểm hiện tại, Coast Beacon vẫn là một khách hàng phân phối lớn sản phẩm cá tra của VHC tại thị trường Mỹ. Chúng tôi đánh giá, số ngày phải thu đối với Coast Beacon sẽ là một yếu tố cần theo dõi để đánh giá về rủi ro VHC bị khách hàng chiếm dụng vốn, hơn nữa đây lại là một công ty đầu tư tài chính của VHC, dù so với trung bình một số doanh nghiệp trong mảng, số ngày phải thu của VHC không ở mức quá cao.

Về quản trị hàng tồn kho: Giai đoạn 2015-2018, số ngày tồn kho của VHC có xu hướng giảm nhờ hoạt động kinh doanh khá quan tại các thị trường. Tuy nhiên, tính đến thời điểm cuối năm 2019, số ngày tồn kho của VHC tăng lên đến 81 ngày. Khi so sánh với các doanh nghiệp cá tra khác trong mảng, năm 2019, số ngày tồn kho của VHC vẫn ở dưới mức trung bình (81 ngày so với trung bình 117 ngày).

Cơ cấu hàng tồn kho của VHC giai đoạn Q1/2014 – Q1/2020 (tỷ đồng)



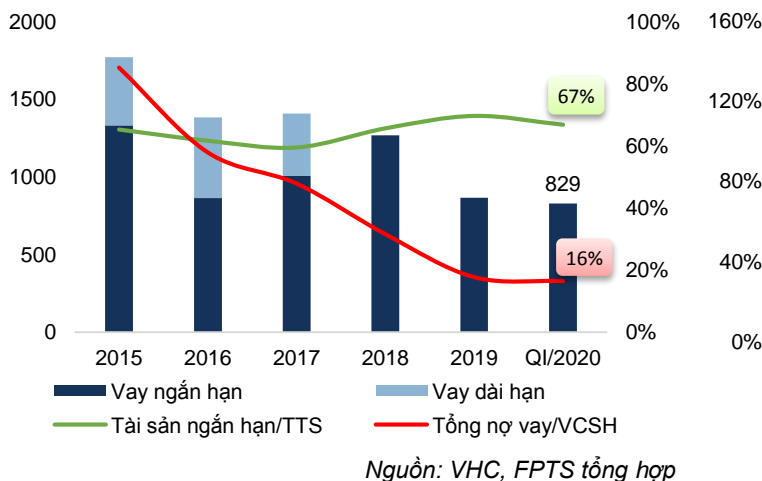
Xem xét cơ cấu hàng tồn kho của VHC theo quý trong giai đoạn từ năm 2014 đến giữa năm 2018, giá trị thành phẩm phần lớn đều duy trì dưới mức chi phí SXKD dở dang của doanh nghiệp, trung bình ở mức 485 tỷ đồng. Tuy nhiên, kể từ Q3/2018, giá trị thành phẩm tồn kho của VHC bắt đầu tăng mạnh, đến thời điểm Q3/2019, giá trị thành phẩm tồn kho của VHC lên đến 1.129 tỷ đồng, cao hơn 121% so với trung bình giai đoạn trước đó.

Giá trị thành phẩm tăng cao là hệ quả của tình hình tiêu thụ của VHC gặp nhiều khó khăn trong giai đoạn này, bởi vì nửa cuối năm 2018, khi giá bán xuất khẩu cá tra tăng, các nhà nhập khẩu tại các thị trường, đặc biệt là thị trường Mỹ với tâm lý lo ngại giá bán cá tra sẽ tiếp tục xu hướng tăng, đã chủ động mua vào tích trữ, dẫn đến lượng hàng tồn kho cao, khiến giai đoạn tiếp sau đó, nhu cầu nhập khẩu cá tra của Mỹ giảm mạnh.

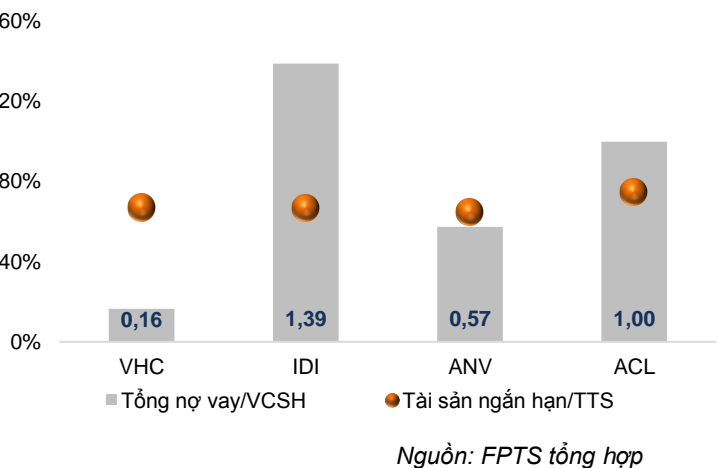
Với tình hình như vậy, cuối năm 2019, VHC đã chủ động điều chỉnh giá bán xuất khẩu giảm, nhằm góp phần gia tăng nhu cầu nhập khẩu của các đối tác, đã hỗ trợ giúp giá trị thành phẩm tồn kho của VHC giảm dần về mức trung bình giai đoạn trước, đến thời điểm quý I/2020, giá trị thành phẩm tồn kho của VHC đạt 446 tỷ đồng.

3. Rủi ro từ đòn bẩy tài chính thấp, tỷ lệ D/E thấp nhất so với các doanh nghiệp trong mảng

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn của VHC giai đoạn 2015-Q1/2020



Cơ cấu tài sản và nguồn vốn của một số doanh nghiệp mảng cá tra tại Q1/2020

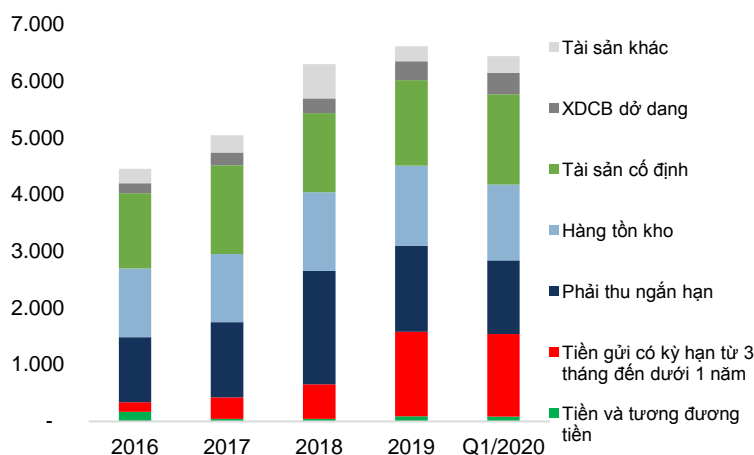


Do đặc trưng của ngành thủy sản, tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu tổng tài sản, trung bình chiếm khoảng 2/3. Trong giai đoạn 2015-2019, nhờ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh khá tốt để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động của VHC, tỷ lệ Tổng giá trị nợ vay/VCSH (D/E) của VHC có xu hướng giảm dần. Cụ thể, VHC đã giảm tỷ lệ nợ vay dài hạn về 0% từ năm 2018, và tiếp tục giảm nợ vay ngắn hạn, đến cuối năm 2019 xuống còn 800 tỷ đồng. Bước sang thời điểm Q1/2020, khi tình hình xuất khẩu gặp nhiều khó khăn do ảnh hưởng của dịch COVID-19, công ty vẫn duy trì được dòng tiền tương đối ổn định để tài trợ vốn lưu động và các khoản đầu tư, giá trị nợ vay ngắn hạn tiếp tục giảm 37 tỷ đồng, về mức 829 tỷ đồng.

So với các doanh nghiệp trong mảng, tỷ lệ D/E của VHC khá thấp, tính đến thời điểm Q1/2020, tỷ lệ D/E của VHC chỉ là 0,16, so với tỷ lệ 0,5, 0,57 và 1,00 của lần lượt các doanh nghiệp IDI, ANV và ACL.

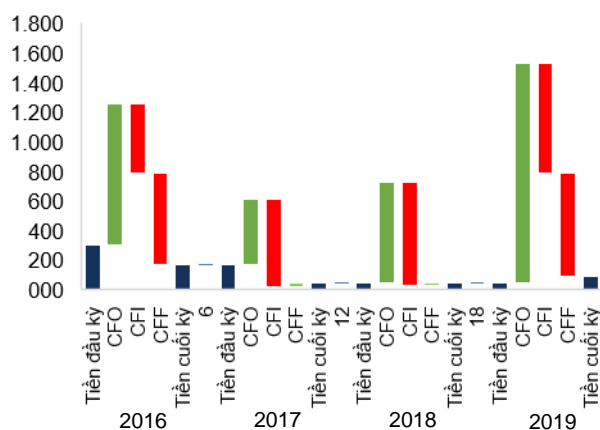
4. Dòng tiền hoạt động kinh doanh lành mạnh, lượng tiền gửi ngắn hạn ngày càng tăng

Cơ cấu tài sản của VHC giai đoạn 2016-Q1/2020 (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Dòng tiền của VHC giai đoạn 2016-2019 (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Giai đoạn từ 2016-2019, giá trị tổng tài sản của công ty liên tục tăng, trong đó tỷ trọng đóng góp của lượng tiền gửi kỳ hạn ngắn hạn (từ 3 tháng đến dưới 1 năm) liên tục tăng mạnh, đây là thành quả đóng góp từ dòng tiền hoạt động kinh doanh (CFO) tích cực của VHC qua các năm.

Bên cạnh đó, giai đoạn 2015-2019, VHC luôn duy trì mức chia cổ tức tiền mặt tương đối ổn định, mỗi năm khoảng 1.000 – 2.000 đồng/ cổ phiếu. Theo nghị quyết tại Đại hội cổ đông năm 2020, VHC thông qua phương án chi trả cổ tức khoảng 1.000 - 2.000 đồng/cổ phiếu năm 2020. Với chính sách chi trả cổ tức ổn định, đây là điểm khá hấp dẫn cho các nhà đầu tư trung và dài hạn khi đầu tư vào VHC.

Tỷ lệ cổ tức tiền mặt của VHC giai đoạn 2015-KH2020 (đồng/cổ phiếu)

Năm	2015	2016	2017	2018	2019	KH 2020
Cổ tức tiền mặt	1.000	1.000	2.000	2.000	2.000	1.000-2.000
Tỷ suất cổ tức*	8%	4%	8%	4%	5%	NA

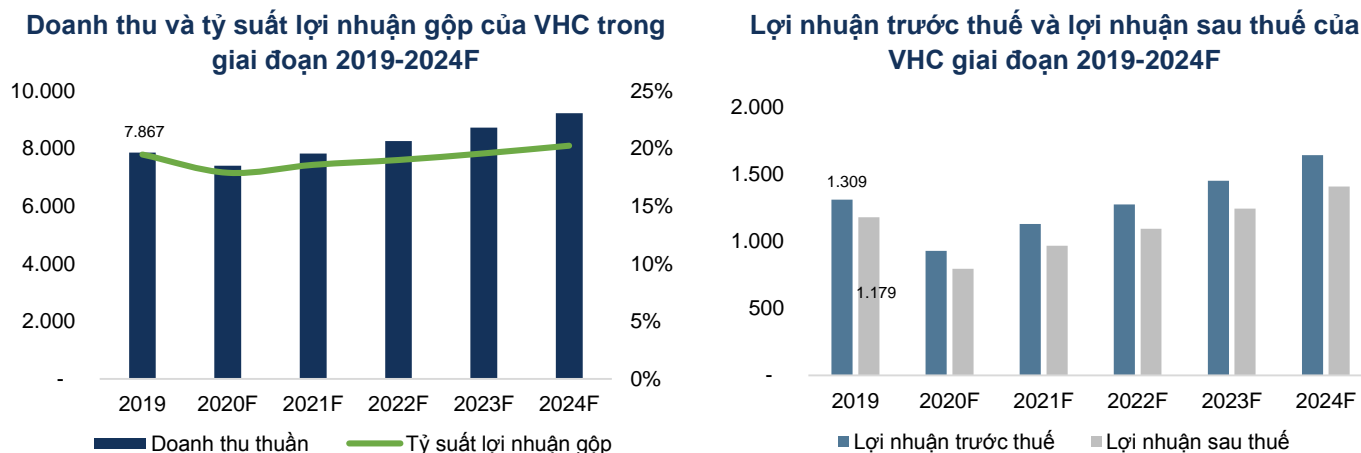
(*) Tỷ suất cổ tức = mức giá trị cổ tức/giá cổ phiếu ngày giao dịch cuối cùng của năm

Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

E. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG

Dựa trên những phân tích về tình hình mảng cá tra Việt Nam, hoạt động kinh doanh và tài chính của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của VHC giai đoạn 2020F-2024F.

Đơn vị: tỷ đồng



Chỉ tiêu	Giải định
Tổng doanh thu	<ul style="list-style-type: none"> Màng cá tra phi-lê xuất khẩu: Năm 2020, do ảnh hưởng của dịch COVID-19, doanh thu mảng này được dự báo giảm khoảng 15% yoy, do dự báo giá trị xuất khẩu sang các thị trường Mỹ, EU giảm khoảng 5% yoy, trong khi thị trường Trung Quốc kỳ vọng sẽ phục hồi hoàn toàn vào giữa năm 2020, giá trị xuất khẩu tăng khoảng 5% yoy. Giai đoạn 2021F-2024F, giả định nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường dần ổn định, với mức CAGR giai đoạn này khoảng 5%. Màng phụ phẩm: Là sản phẩm phụ thu được sau quá trình cá tra phi-lê xuất khẩu, do đó, tốc độ tăng trưởng của mảng này khá tương đồng với mảng cá tra phi-lê, năm 2020, dự báo giảm khoảng 5% yoy, giai đoạn tiếp theo 2021F-2024F, tăng trưởng với tốc độ 3%/năm. Màng Collagen và Gelatin: Năm 2020, mảng này được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ở mức khoảng 20%, sang năm 2021F, khi dây chuyền Gelatin được nâng cấp từ 1.000 tấn lên 2.500 tấn/năm, kỳ vọng doanh thu tăng 30% yoy, giai đoạn 2022F-2024F, phát triển với tốc độ CAGR khoảng 20%. Màng sản phẩm GTGT: các dòng sản phẩm Ready-To-Cook, Ready-To-Eat được kỳ vọng sẽ tăng khoảng 10% yoy trong năm 2020, khi người tiêu dùng ngày càng ưu tiên sử dụng các sản phẩm chế biến, nhất là trong giai đoạn dịch COVID-19. Giai đoạn 2021F-2024F, doanh thu mảng này kỳ vọng phát triển ở mức CAGR khoảng 5%. Mảng khác: chiếm tỷ trọng rất nhỏ, giả định không có sự thay đổi.
Giá vốn hàng bán	Giả định giá cá tra nguyên liệu năm 2020 vẫn xấp xỉ năm 2019, các năm tiếp theo kỳ vọng chi phí cá tra nguyên liệu/kg của VHC tương đối ổn định, trung bình tăng khoảng 1%/năm, giá vốn hàng bán năm 2020 của VHC giảm 4% yoy, giai đoạn 2022F-2024F, tăng khoảng 5%/năm.
Tỷ suất lợi nhuận gộp	Kết quả tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2020, giảm còn khoảng 18%, giai đoạn 2022F-2024F, tăng dần đến mức 20%.
Lợi nhuận trước thuế	Giả định doanh thu và chi phí tài chính vẫn tương đối ổn định trong giai đoạn này; CPBH và CPQLDN của năm 2020 chiếm lần lượt 4% và 2% tổng doanh thu, các năm tiếp theo suy giảm, trung bình lần lượt 3,3% và 1,7% tổng doanh thu. Tỷ lệ Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu thuần của VHC giai đoạn 2020F-2024F, tăng từ 13% lên đến 18%.
Lợi nhuận sau thuế	Giả định thuế suất thuế TNDN của doanh nghiệp trong giai đoạn này bằng với mức thuế suất năm 2019, khoảng 14%, do đó lợi nhuận sau thuế của ANV trong giai đoạn này chiếm khoảng 86% lợi nhuận trước thuế.

F. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá VHC bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu VHC theo các phương pháp có mức bình quân là **41.100 VNĐ/cp**, cao hơn 21% so với mức giá đóng cửa ngày 20/05/2020. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	40.500	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	41.700	50%
Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)		41.100	

► Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2020	12,78%	Phần bù rủi ro	8,49%
Chi phí sử dụng nợ 2020	5,58%	Hệ số Beta 2020	1,28
Chi phí sử dụng vốn 2020	14,36%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,5%	Thời gian dự phóng	5 năm

► Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		8.237.272
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		1.013
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		866.025
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		7.372.260
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		181.946
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		40.500
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		7.592.602
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		41.700

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: tỷ đồng

HĐKD	2018	2019	2020F	2021F	CĐKT	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	9.271	7.867	7.414	7.820	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	7.232	6.334	6.087	6.379	+ Tiền và tương đương	43	86	175	446
Lợi nhuận gộp	2.039	1.533	1.327	1.442	+ Đầu tư TC ngắn hạn	608	1.492	1.492	1.492
- Chi phí bán hàng	210	252	297	257	+ Các khoản phải thu	2.002	1.516	1.808	1.993
- Chi phí quản lí DN	144	149	148	137	+ Hàng tồn kho	1.386	1.414	1.494	1.373
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.685	1.132	882	1.048	+ Tài sản ngắn hạn khác	102	103	98	103
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(30)	162	58	55	Tổng tài sản ngắn hạn	4.140	4.611	5.067	5.406
- Lợi nhuận khác	(46)	1	1	1	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.959	2.180	2.715	3.108
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	1.609	1.295	942	1.105	+ Khấu hao lũy kế	(849)	(965)	(1.137)	(1.345)
- Chi phí lãi vay	56	60	41	61	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	1.110	1.216	1.577	1.763
Lợi nhuận trước thuế	1.688	1.309	939	1.102	+ Đầu tư tài chính dài hạn	389	1	1	1
- Thuế TNDN	252	140	134	157	+ Tài sản dài hạn khác	66	114	114	114
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	259	335	268	201
LNST	1.442	1.179	806	945	Tổng tài sản dài hạn	2.158	2.001	2.297	2.417
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	-	(0)	(0)	Tổng Tài sản	6.299	6.612	7.364	7.823
LNST của cổ đông CT Mẹ	1.442	1.179	806	945	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	15.489	6.321	4.174	4.897	+ Phải trả người bán	274	282	235	250
EBITDA	1.765	1.460	1.123	1.321	+ Vay và nợ ngắn hạn	1269	866	1301	1169
Khấu hao	156	165	181	217	+ Quỹ khen thưởng	36	33	40	47
Tăng trưởng doanh thu	14%	-15%	-6%	5%	Nợ ngắn hạn	2251	1716	2068	1997
Tăng trưởng LN HĐKD	121%	-33%	-22%	19%	+ Vay nợ ngắn hạn	1269	866	1301	1169
Tăng trưởng EBIT	123%	-19%	-27%	17%	+ Phải trả ngắn hạn khác	662	981	850	768
Tăng trưởng EPS	136%	-59%	-34%	17%	Nợ dài hạn	33	19	19	19
Chỉ số khả năng sinh lời	2018	2019	2020F	2021F	Tổng nợ	2283	1735	2088	2016
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,0%	19,5%	17,9%	18,4%	+ Thặng dư	224	224	224	224
Tỷ suất LNST	15,6%	15,0%	10,9%	12,1%	+ Vốn điều lệ	924	1834	1834	1834
ROE DuPont	41,5%	26,5%	15,9%	17,1%	+ LN chưa phân phối	2867	2932	3331	3862
ROA DuPont	25,4%	18,3%	11,5%	12,4%	Vốn chủ sở hữu	4015	4875	5274	5805
Tỷ suất EBIT/doanh thu	17,4%	16,5%	12,7%	14,1%	Lợi ích cổ đông thiểu số	0	2	2	2
LNST/LNTT	85,5%	90,1%	85,8%	85,8%	Tổng cộng nguồn vốn	6299	6612	7364	7823
LNTT / EBIT	104,9%	101,1%	99,7%	99,8%	Lưu chuyển tiền tệ	2018	2019	2020F	2021F
Vòng quay tổng tài sản	163,5%	121,9%	106,1%	103,0%	Tiền đầu năm	45	43	86	175
Đòn bẩy tài chính	163,0%	145,2%	137,7%	137,0%	Lợi nhuận sau thuế	1688	1309	806	945
Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019	2020F	2021F	+ Khấu hao	156	165	181	217
Số ngày phải thu	61,72	77,61	81,49	85,56	+ Điều chỉnh	-145	-492	-28	-45
Số ngày tồn kho	65,31	80,66	94,89	83,54	+ Thay đổi vốn lưu động	-1115	546	-461	-11
Số ngày phải trả	9,99	12,92	11,58	11,66	Tiền từ hoạt động KD	680	1489	498	1105
Thời gian luân chuyển tiền	117,04	145,35	164,80	157,44	+ Thanh lý tài sản cố định	169	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	5,22	4,48	4,07	4,65	+ Chi mua sắm TSCĐ	-715	-378	-477	-336
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019	2020F	2021F	+ Tăng (giảm) đầu tư	-235	-884	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,84	2,69	2,45	2,71					

CS thanh toán nhanh	1,22	1,86	1,73	2,02	+ Các hđ đầu tư khác	72	71	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,29	0,92	0,81	0,97	Tiền từ hđ đầu tư	-708	-1174	-477	-336
Nợ / Tài sản	0,20	0,13	0,18	0,15	+ Cổ tức đã trả	-363	-185	-367	-367
Nợ / Vốn CSH	0,32	0,18	0,25	0,20	+ Tăng (giảm) vốn	10	114	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,32	0,18	0,25	0,20	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	261	-403	435	-132
Nợ dài hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	+ Thay đổi nợ dài hạn	402	0	0	0
Khả năng TT lãi vay	28,74	21,76	23,19	18,11	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
					Tiền từ hoạt động TC	20	(703)	68	(498)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	(8)	(387)	88	271
					Tiền cuối năm	43	86	175	446

G. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Các giai đoạn phát triển trong vòng đời của cá tra

[\(trở về nội dung chính\)](#)



	Trứng cá	Cá bột	Cá hương	Cá giống	Cá trưởng thành
Thời gian nuôi	12-24 giờ	1-2 ngày	4 tuần	2 tháng	6-8 tháng
Đặc điểm	Màu vàng đục, có tính dính, nhiệt độ thích hợp cho phôi cá phát triển là 28-30 độ C.	Cấu tạo chưa hoàn chỉnh, sống chủ yếu nhờ dinh dưỡng bên trong noãn hoàng.	Cấu tạo chưa hoàn chỉnh nhưng ngoại hình đã thể hiện đặc điểm của loài, cá sống nhờ các sinh vật phù du.	Cấu tạo hoàn chỉnh, hình thái rõ ràng, trọng lượng khoảng 14-20g.	Trọng lượng khoảng 1kg, sẵn sàng thu hoạch để phục vụ chế biến.

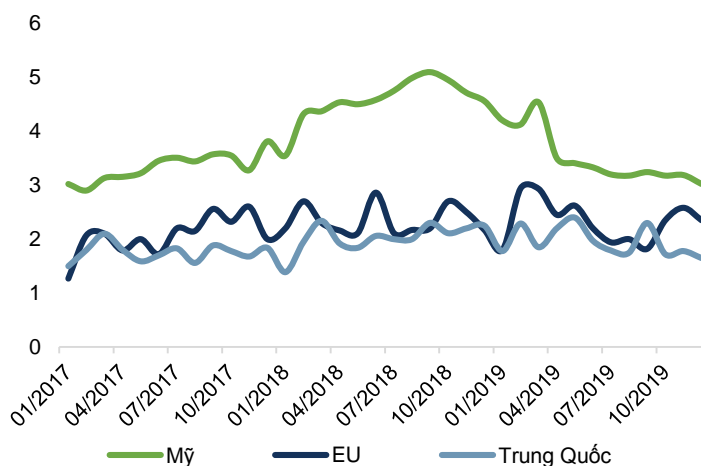
Nguồn: USDA, FPTTS tổng hợp

Phụ lục 2: Thuế CBPG của sản phẩm cá tra của VHC tại thị trường Mỹ (đơn vị: USD/kg)

[\(trở về nội dung chính\)](#)

Kỳ xem xét hành chính	Giai đoạn xem xét	Thuế suất cả nước	Thuế suất của VHC
POR 5	1/8/2007 - 31/7/2008	2,11	0
POR 6	1/8/2008 - 31/7/2009	2,11	0
POR 7	1/8/2009 - 31/7/2010	2,11	0
POR 8	1/8/2010 - 31/7/2011	2,11	0,19
POR 9	1/8/2011 - 31/7/2012	2,11	0,03
POR 10	1/8/2012 - 31/7/2013	2,39	0
POR 11	1/8/2013 - 31/7/2014	2,39	0
POR 12	1/8/2014 - 31/7/2015	2,39	0
POR 13	1/8/2015 - 31/7/2016	2,39	0
POR 14	1/8/2016 - 31/7/2017	2,39	0
POR 15	1/8/2017 - 31/7/2018	2,39	0

Nguồn: USDA, FPTTS tổng hợp

Phụ lục 3: Giá bán cá tra xuất khẩu tại các thị trường xuất khẩu Mỹ, EU và Trung Quốc (USD/kg) (trở về nội dung chính)


Nguồn: thitruongthuysan.com, FPTS tổng hợp

Phụ lục 4: Ứng dụng của Collagen và Gelatin

[\(trở về nội dung chính\)](#)

Một số công dụng của collagen

Thực phẩm	Collagen hydrolysate được sử dụng như một phụ gia tạo cấu trúc trong công nghiệp sữa và các sản phẩm từ sữa. Collagen cũng được dùng phổ biến trong quá trình làm sạch rượu vang, bia, nước trái cây do nó có khả năng làm keo tụ các chất rắn đục trong dung dịch, đồng thời rất an toàn...
Mỹ phẩm	Collagen được bổ sung vào các loại mỹ phẩm, đặc biệt là các loại mỹ phẩm chăm sóc da. Collagen có tác dụng chống lão hóa, ngăn ngừa, cải thiện nếp nhăn, có tác dụng cao trong quá trình phục hồi và tái tạo da. Collagen còn sử dụng làm nguyên liệu sản xuất mặt nạ dưỡng da, dầu gội,...
Dược phẩm	Bột collagen được sử dụng để cầm máu và tăng khả năng hàn gắn vết thương. Sợi collagen có thể xử lý tạo cấu trúc thẳng dài, dùng làm sản phẩm gân, dây chằng y học. Ống collagen được dùng thay thế cho các cấu trúc thực quản, dây thần kinh ngoại biên, niệu quản. Collagen được sử dụng làm chất nền hỗ trợ cho việc nuôi cấy tế bào. Tế bào nuôi cấy trên Collagen kích thích, làm vết thương mau lành. Ngoài ra, collagen còn dùng làm nguyên liệu sản xuất thực phẩm chức năng cải thiện tính linh hoạt của khớp, sự chắc khỏe của xương do vai trò giúp tích tụ can-xi trong xương.

Một số công dụng của Gelatin

Thực phẩm	Dùng trong chế biến thịt, sản xuất cà phê, bia, rượu, sữa bột và các loại thức ăn bột khác. Là chất kết dính trong thịt và thịt đông. Gelatin cũng được dùng trong chế biến các loại bánh kẹo, kem.
Dược phẩm	Dùng làm vỏ thuốc nhộng cứng và mềm để bảo vệ dược phẩm không tiếp xúc với ánh sáng và oxy. Là chất nền trong thuốc mỡ và kem đánh răng.
Khác	Dùng trong kỹ thuật đúc điện, chống thấm nước, nhuộm và phủ lam kính hiển vi. Các nghiên cứu về vi sinh sử dụng gelatin làm môi trường nuôi cấy. Gelatin là tác nhân nhũ tương hóa, rất có ích để kết hợp các chất lỏng và những chất phun xịt khác. Ở dạng ít tinh khiết hơn, gelatin được dùng làm keo và chất hồ vải.

Nguồn: FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 16 cổ phiếu VHC, người phê duyệt báo cáo và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Tầng 3, tòa nhà Tràng Tiền, 130 Đống
Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt
Nam.
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888