

Thủy sản

1Q24F Preview: Những bước phục hồi đầu tiên

Xuất khẩu cá tra 1Q24F: Trên đường phục hồi

Trong 2T24, tổng kim ngạch xuất khẩu (KNXK) chỉ tăng nhẹ 7.8% n/n, cho thấy tốc độ phục hồi còn chậm. Tuy nhiên, thị trường Mỹ là điểm sáng, với mức tăng trưởng KNXK ghi nhận +40.2% n/n, nhờ vào tình trạng thiếu hụt cá thịt trắng trong ngắn hạn và sự phục hồi ở kênh nhà hàng, khách sạn (HORECA), trong khi giá bán trung bình dần ổn định. Ở chiều ngược lại, thị trường EU và Trung Quốc ghi nhận mức tăng trưởng âm lần lượt -12.9% n/n và -4.9% n/n do tiêu dùng còn kém khả quan. Trong 1Q24F, chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh giữa các doanh nghiệp có phân hóa do cấu trúc thị trường xuất khẩu khác nhau, trong đó thị trường Mỹ vẫn là động lực chính. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu của VHC sẽ đạt 2,718 tỷ đồng (+20.7% n/n/+12.4% q/q), LNST ghi nhận 226 tỷ đồng (+0.6% n/n/+240% q/q).

Xuất khẩu tôm 1Q24F: Tín hiệu tích cực từ thị trường Mỹ và Nhật

Trong 2T24, KNXK tôm ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng là 22.6% n/n. Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi sự phục hồi tại các thị trường chính như Trung Quốc (+145% n/n), Mỹ (+26.3% n/n), và Nhật Bản (+3.5% n/n), nhờ vào xu hướng cải thiện tiêu dùng tại kênh dịch vụ ăn uống và bán lẻ. Ngược lại, thị trường EU đã giảm nhẹ -3.9% n/n do tiêu thụ chậm và cạnh tranh gay gắt. Trong 1Q24F, chúng tôi lạc quan về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xuất khẩu tôm, đặc biệt là những doanh nghiệp xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Nhật Bản. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lo ngại về rủi ro cạnh tranh với Eucador và Ấn Độ tại Mỹ và EU. Đối với FMC, chúng tôi ước 1Q24F ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt 1,225 tỷ đồng (+21.4% n/n/-2.2% q/q), và 56.9 tỷ đồng (+17.1% n/n/-35.9% q/q).

Chi phí vận chuyển cao có thể cản trở đà phục hồi

Chúng tôi quan sát thấy căng thẳng leo thang ở Biển Đỏ, dẫn đến trì trệ trong các hoạt động vận chuyển gây ra giá cước vận tải trở nên khó đoán. Đặc biệt, chi phí vận chuyển cao trên các tuyến đường giữa châu Á và EU, cũng như giữa châu Á và Mỹ, đang làm trì hoãn thời gian ký kết đơn hàng mới của các nhà nhập khẩu, theo Agromonitor. Điều này có thể gây áp lực lên chi phí vận chuyển của các doanh nghiệp xuất khẩu (bao gồm đơn đặt hàng FOB và CIF) và có thể làm chậm quá trình phục hồi của ngành.

Khuyến nghị: Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập đối với ngành thủy sản. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho cổ phiếu VHC nhờ vào sự cải thiện về cả sản lượng xuất khẩu và giá bán trung bình của cá tra. Trong khi đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ với cổ phiếu FMC do lo ngại tình hình cạnh tranh tại thị trường Mỹ và EU.

TRUNG LẬP (Duy trì)

Công ty	K/N	GMT (đồng)
Vĩnh Hoàn	MUA	77,118
Thực phẩm Sao Ta	NĂM GIỮ	

Bảng 1. Danh mục cổ phiếu

Công ty	Khuyến nghị & GMT		Lợi nhuận & Định giá										
			DT	LNHD	LNST	EPS	BPS	PE	PB	ROE	EV/EBITDA	DY	
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(đồng)	(X)	(X)	(%)	(X)	(%)			
VHC	Khuyến nghị	MUA	2022A	13,231	2,254	1,975	10,053	41,027	6.3	1.7	29.7	5.1	3.0
	GMT (đồng)	77,118	2023A	10,039	928	897	4,565	44,510	14.8	1.6	11.3	10.6	3.1
	Thị giá (Apr 10, đồng)	74,000	2024F	10,789	1,707	1,462	6,205	42,232	11.3	1.8	16.6	8.1	-
	Vốn hóa. (tỷ đồng)	16,610	2025F	12,128	2,162	1,880	7,980	47,281	8.8	1.6	18.7	6.5	-
			2026F	12,918	2,395	2,080	8,829	52,867	8	1.4	18.5	5.8	-
FMC	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	5,702	307	309	4,703	29,400	6.4	1.0	16.7	7.5	6.5
	GMT (đồng)	-	2023A	5,087	292	276	4,221	31,024	10.7	1.5	14.0	7.2	4.4
	Thị giá (Apr 10, đồng)	50,000	2024F	5,733	350	351	4,979	34,647	8.7	1.3	15.5	5.0	-
	Vốn hóa. (tỷ đồng)	3,269	2025F	6,489	407	408	5,851	38,436	8.0	1.2	16.2	4.6	-
			2026F	7,129	442	442	6,370	42,774	7.2	1.1	15.8	4.1	-

Nguồn: Bloomberg, KISVN ước tính

Bảng 1: Dự phóng KQKD 1Q24F

(Tỷ đồng, %)

	Doanh thu			LNST		
	1Q24F	n/n	q/q	1Q24F	n/n	q/q
VHC	2,718	20.7	12.4	226	0.6	240
FMC	1,225	21.4	(2.2)	56.9	17.2	(35.8)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

NỘI DUNG

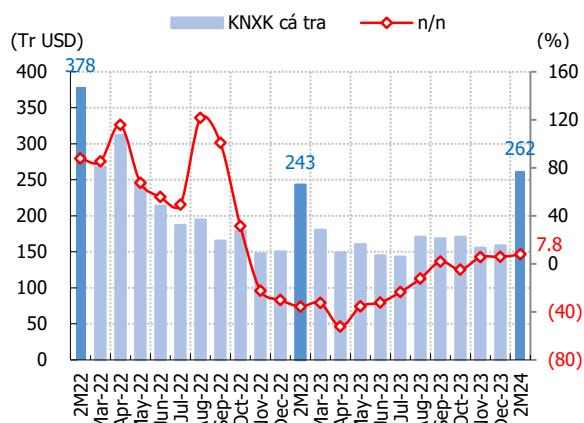
I.	Xuất khẩu cá tra: Trên đà phục hồi	4
II.	Xuất khẩu tôm: Tín hiệu tích cực từ thị trường Mỹ và Nhật	9
III.	Kết quả kinh doanh 1Q24F của các doanh nghiệp niêm yết	13
	VHC – Đi qua giai đoạn khó khăn nhất	13
	FMC – Triển vọng khả quan nhờ nền tảng vững chắc	14

Xuất khẩu cá tra: Trên đà phục hồi

1Q24F – Sản lượng xuất khẩu là điểm sáng, trong khi giá bán thấp hơn cùng kỳ

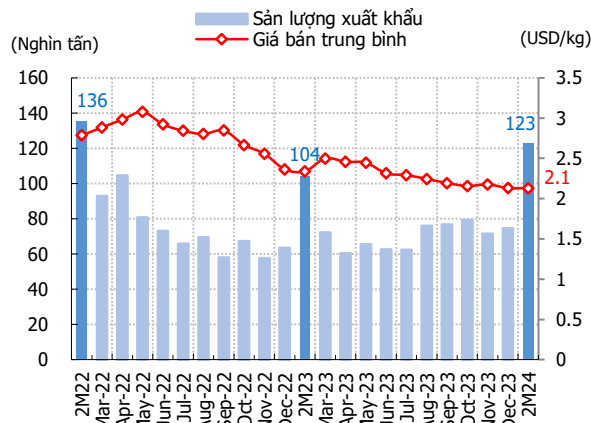
Trong 2T24, kim ngạch xuất khẩu (KNXK) cá tra ghi nhận 262 triệu USD (+7.8% n/n), chủ yếu nhờ vào đà tăng trưởng sản lượng (123,100 tấn, +18.4% n/n), bù đắp cho giá bán diễn biến không tích cực (chỉ đạt USD2.13/kg trong 2T24 so với USD2.34/kg trong 2T23) (Biểu đồ 1, 2). Mức tăng trưởng này nhờ vào sự hồi phục nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Mỹ (ghi nhận 34 triệu USD, +23.7% n/n), và bù đắp cho sự suy giảm xuất khẩu sang các thị trường khác (EU: -12.9% n/n; Trung Quốc: -4.9% n/n). Chúng tôi dự báo xu hướng cải thiện xuất khẩu cá tra trong 1Q24F vẫn sẽ tiếp diễn ở 3 thị trường chính bao gồm: Mỹ, EU và Trung Quốc, được dẫn dắt bởi sự cải thiện sản lượng xuất khẩu và sự ổn định của giá bán.

Biểu đồ 1. Xuất khẩu cá tra tăng nhẹ +7.8% n/n



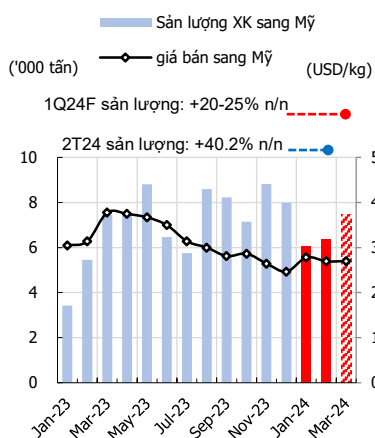
Nguồn: Agromonitor, KISVN

Biểu đồ 2. Sản lượng xuất khẩu dẫn dắt sự phục hồi của toàn ngành



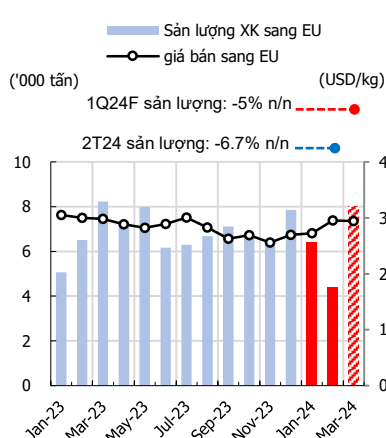
Nguồn: Agromonitor, KISVN

Biểu đồ 3. Xuất khẩu sang Mỹ cải thiện cả về sản lượng và giá bán



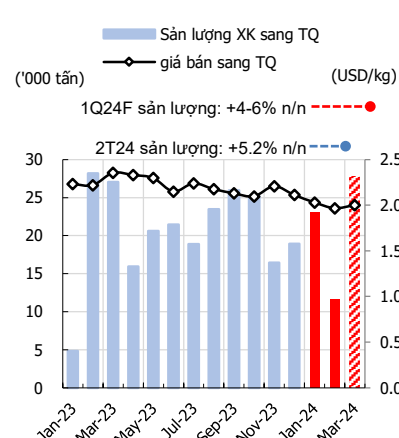
Nguồn: Agromonitor, KISVN

Biểu đồ 4...Thị trường EU phục hồi giá bán lên mức 2,95 USD/kg trong 2T24



Nguồn: Agromonitor, KISVN

Biểu đồ 5. Nhu cầu yếu tại Trung Quốc khiến giá bán phục hồi chậm



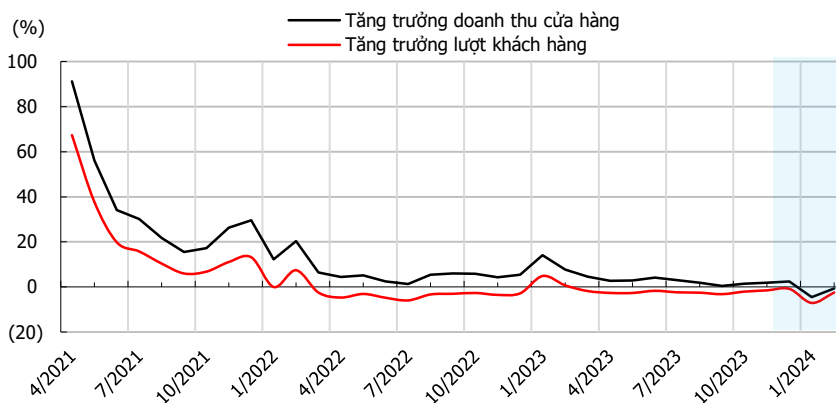
Nguồn: Agromonitor, KISVN

Cụ thể:

- **Thị trường Mỹ:** giá bán đã tăng lên mức USD2.74/kg trong 2T24 so với mức USD2.65/kg trong 4Q23 và sản lượng xuất khẩu ghi nhận ở mức 12,440 tấn (+40.2% n/n) (Biểu đồ 3). Trong 1Q24F, chúng tôi dự

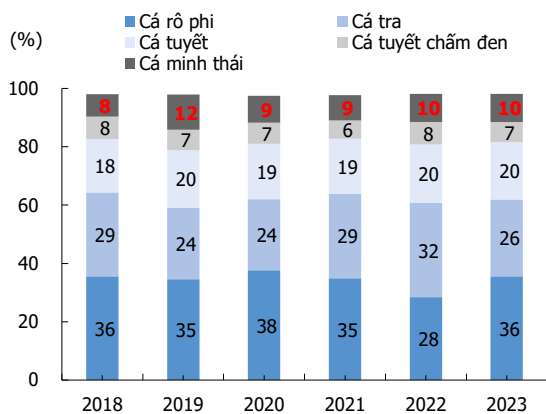
phóng KNXK có thể giảm nhẹ -2.6% n/n trong đó sản lượng xuất khẩu có mức tăng khoảng +20 - 25% n/n nhờ vào (1) nhu cầu tiêu thụ cải thiện ở các kênh dịch vụ ăn uống (Nhà hàng, khách sạn...) (Biểu đồ 6) (2) hưởng lợi từ việc Mỹ áp lệnh cấm nhập khẩu đối với cá Minh Thái của Nga (sản phẩm thay thế của cá tra, Biểu đồ 7,8). Tuy nhiên, giá bán trung bình có thể giảm xuống USD2.72/kg (-21.9% n/n) trong 1Q24, nhưng cải thiện so với mức thấp trong 4Q23.

Figure 6: Tăng trưởng doanh số của cửa hàng và lượt khách tại kênh HORECA (nhà hàng, khách sạn, café) bắt đầu có tín hiệu cải thiện



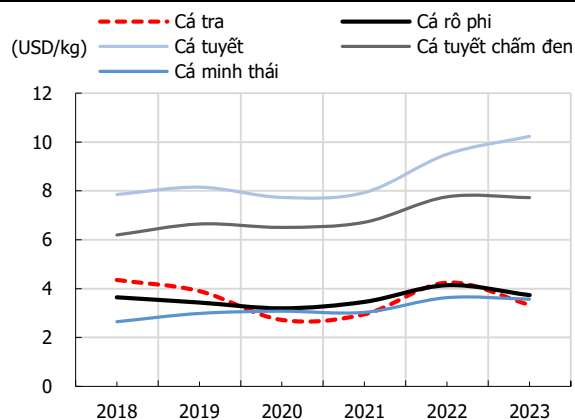
Nguồn: Bloomberg, KISVN

Biểu đồ 7. Cá minh thái Nga chiếm 10% nguồn cung cá thịt trắng nhập khẩu vào Mỹ



Nguồn: NOAA, KISVN

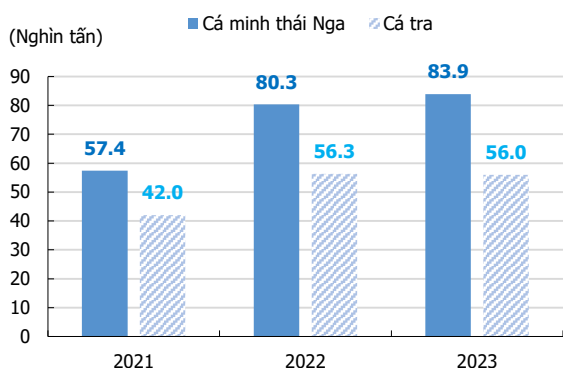
Biểu đồ 8. Tận dụng giá bán hợp lý, cá tra có thể là nguồn thay thế cho cá minh thái Nga



Nguồn: NOAA, KISVN

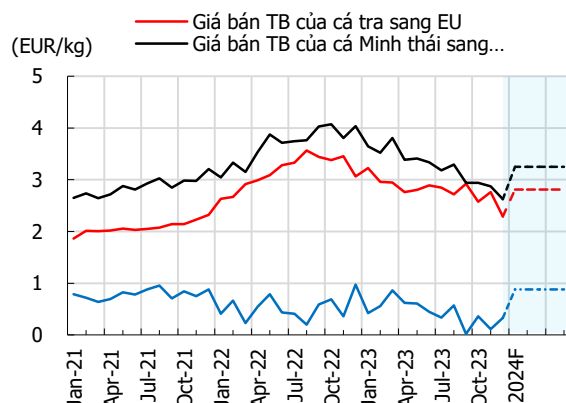
Thị trường EU: EU đề xuất áp một mức thuế nhập khẩu 13.7% đối với cá Minh Thái của Nga trong năm 2024. Theo ước tính của chúng tôi, giá bán của cá minh thái có thể cao hơn khoảng 27% so với giá bán của cá tra sau khi chịu mức thuế trên (dựa trên giá bán trung bình trong năm 2023), điều này khuyến khích các nhà nhập khẩu tìm kiếm nguồn cung thay thế khác với giá cả phải chăng hơn, trong đó có cá tra. Trong 2T24, giá bán tăng lên mức USD2.82/kg so với mức USD2.65/kg 4Q23, nhưng có sự suy giảm về lượng (10,800 tấn, -6.7% n/n) (Biểu đồ 4). Trong 1Q24F, chúng tôi dự phóng giá bán có thể đạt USD2.88/kg (-4% n/n), cùng với đó sản lượng xuất khẩu có thể giảm -5% n/n do sự thận trọng chi tiêu của người tiêu dùng. Do đó, KNXK cá tra sang thị trường EU có thể giảm -9% n/n.

Biểu đồ 9. So sánh sản lượng nhập khẩu cá minh thái Nga và cá tra Việt Nam sang thị trường EU



Nguồn: EUMOFA, KISVN ước tính

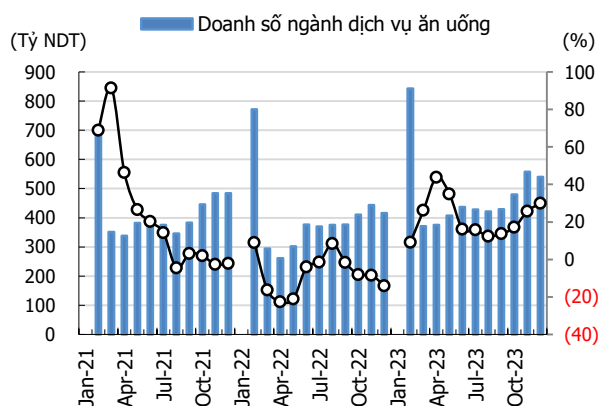
Biểu đồ 10. Chênh lệch giá giữa cá minh thái Nga và cá tra sẽ nổi rộng sau khi cá minh thái bị áp thuế 13.7% tại EU



Nguồn: EUMOFA, KISVN ước tính

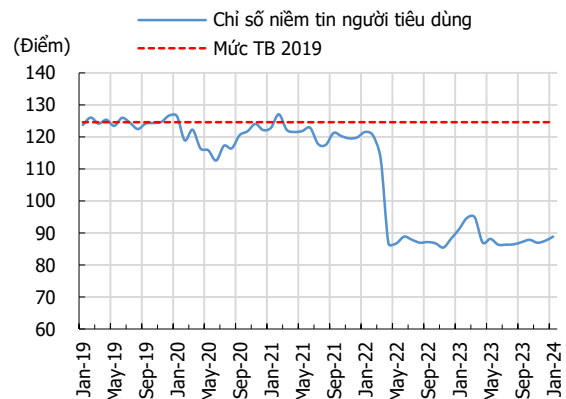
- Thị trường Trung Quốc:** sản lượng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc đã tăng nhẹ trong 2T24 (34,680 tấn, +5.2% n/n), nhưng giá bán suy yếu, giảm xuống còn USD1.99/kg (Biểu đồ 5), nguyên nhân đến từ niềm tin người tiêu dùng nội địa vẫn đang khá thận trọng. Vì vậy, chúng tôi dự phóng KNXK có thể giảm -8.6% n/n trong 1Q24, với tăng trưởng về sản lượng khoảng +4 - 6% n/n, được hỗ trợ chủ yếu đến từ tình hình kênh dịch vụ ăn uống tại Trung Quốc dần khả quan hơn (Biểu đồ 11). Tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh rằng tâm lý chi tiêu còn thận trọng (Biểu đồ 12), có thể kiềm hãm sự cải thiện về giá bán trong ngắn hạn và dự phóng đạt USD2/kg (-12% n/n) trong 1Q24F.

Biểu đồ 11. Doanh số ngành dịch vụ có sự cải thiện về tăng trưởng kể từ 2H23



Nguồn: TCHQ Trung Quốc, KISVN

Biểu đồ 12...Nhưng tâm lý thận trọng của người tiêu dùng vẫn tạo áp lực lên giá bán cá tra tại Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Biên LN gộp có thể tăng nhẹ trong 1Q24F nhờ chi phí thức ăn cho cá giảm

Chi phí thức ăn cho cá (chiếm 70 - 80% giá vốn nuôi cá nguyên liệu) và cá giống (chiếm 10% chi phí nuôi cá nguyên liệu) đã giảm từ 3Q23, giúp cho các nhà chế biến có thể tích trữ được một lượng tồn kho giá rẻ. Do đó, chúng tôi ước tính giá vốn hàng bán có thể giảm trong 1Q24F, từ đó hỗ trợ biên LN gộp (Biểu đồ 15, 16, 17). Ngoài ra, xu hướng của biên LN gộp có thể tiếp tục được cải thiện trong 2Q24F, nhờ vào:

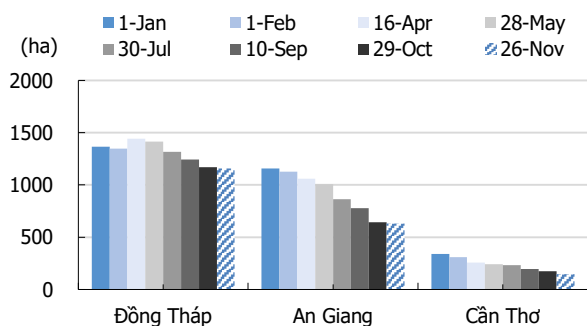
- Cá nguyên liệu:** Chúng tôi dự đoán rằng tình trạng khan hiếm nguồn cung cá giống vẫn diễn ra do trữ lượng hiện tại đang ở mức thấp và

diện tích nuôi cá nguyên liệu có xu hướng thu hẹp từ 2H23 (Biểu đồ 13).

Dựa trên phân tích, những doanh nghiệp sở hữu nguồn cung nguyên liệu cao (VHC: 70%; ANV: 100%...) có thể ghi nhận những kết quả tích cực, do họ có thể ổn định biên lợi nhuận gộp và đảm bảo đáp ứng đủ đơn hàng khi nhu cầu tăng trở lại. Đáng chú ý, diễn biến cung cầu mất cân bằng trong ngắn hạn có thể tạo điều kiện thuận lợi cho đà phục hồi của giá bán cá tra (Biểu đồ 14).

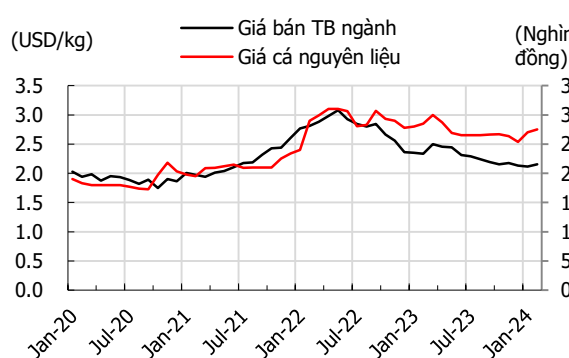
- **Diễn biến giá thức ăn:** Theo Agromonitor, triển vọng về giá cả của các mặt hàng nông sản (như bã đậu nành, ngô...) có thể tiếp tục giảm do nguồn cung dồi dào đặc biệt tại khu vực Nam Mỹ, nhờ vào điều kiện thời tiết thuận lợi, cùng với nhu cầu tiêu thụ toàn cầu còn chậm. Do đó, chúng tôi cho rằng xu hướng trên có thể tiếp tục làm giảm giá thức ăn chăn nuôi thời gian tới, phần nào đó làm giảm chi phí nuôi cá nguyên liệu.

Biểu đồ 13: Diện tích nuôi cá tra giảm trong 2023, phần nào phản ánh tình nguồn cung thu hẹp trong 2024F



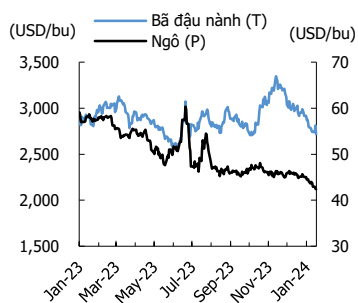
Nguồn: Agromonitor, KISVN

Biểu đồ 14. Giá cá tra nguyên liệu và giá bán đầu ra tăng trong 2T24



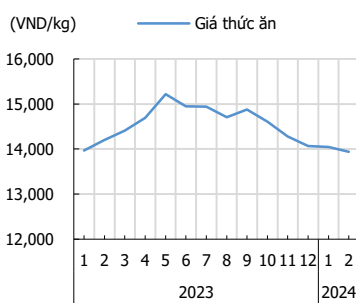
Nguồn: Agromonitor, KISVN

Biểu đồ 15: Xu hướng giá nông sản hạ nhiệt



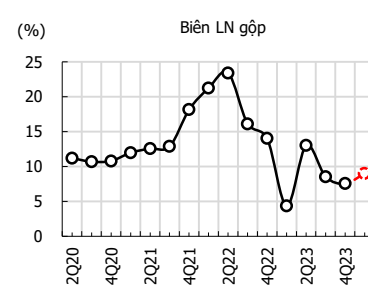
Nguồn: Bloomberg, KISVN

Biểu đồ 16... Do đó, giá thức ăn chăn nuôi sụt giảm, hỗ trợ cho biên LN của ngành



Nguồn: Agromonitor, KISVN

Biểu đồ 17. Biên LN ngành dự báo sẽ có sự cải thiện trong 1Q24F



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

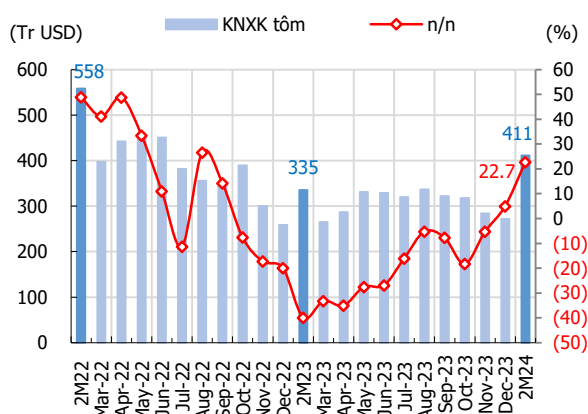
Xuất khẩu tôm: Tín hiệu tích cực từ Mỹ và Nhật Bản

1Q24F – Triển vọng phân hoá giữa các thị trường trọng điểm

Trong 2T24, KNXX tôm tăng mạnh +22.6% n/n (411 triệu USD), được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng về sản lượng (47,494 tấn, +32% n/n), và giá bán trung bình cải thiện (USD8.74/kg trong 2T24 từ USD8.66/kg trong 4Q23) (Biểu đồ 18,19).

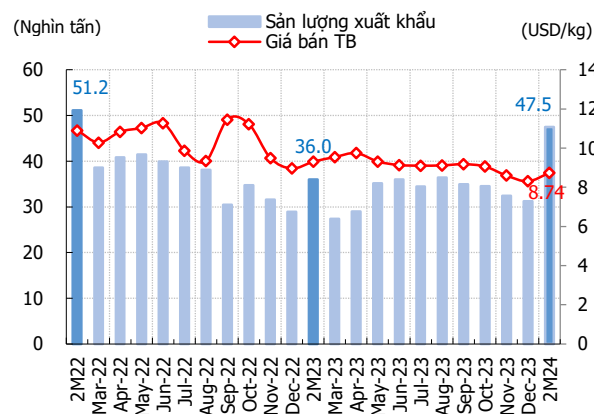
Trong đó, KNXX tôm sang các thị trường chính vẫn mạnh mẽ, bao gồm: Mỹ (72 triệu USD, +26.3% n/n); Trung Quốc (81 triệu USD, +145% n/n); Nhật Bản (60 triệu USD, +3.5% n/n), nhưng thị trường EU giảm nhẹ (49 triệu USD, -3.9% n/n) (Biểu đồ 20). Sự tăng trưởng này được cho là do nhu cầu tăng mạnh sau những biến động kinh tế và so sánh với mức nền thấp cùng kỳ. Chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp chế biến tôm niêm yết (FMC, MPC) có thể cải thiện nhờ sự phục hồi của các thị trường chính như Nhật Bản, Mỹ và EU.

Biểu đồ 18. KNXX tôm tăng mạnh +22.6% yoy trong 2T24



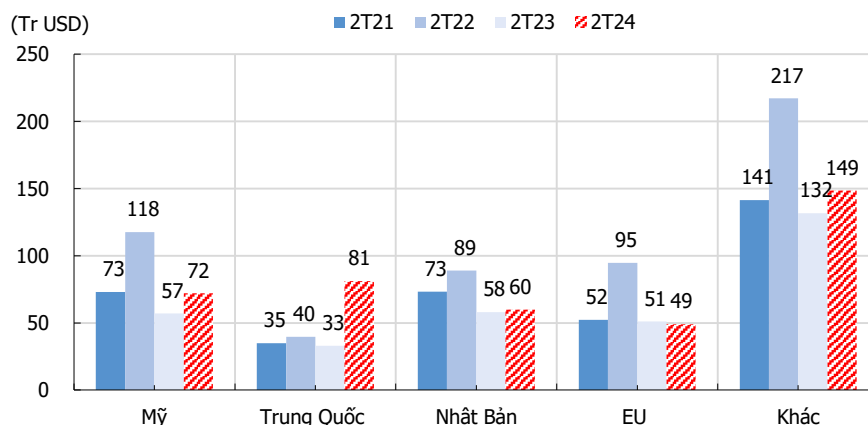
Nguồn: Agromonitor, KISVN

Biểu đồ 19. Sản lượng và giá bán dần phục hồi



Nguồn: Agromonitor, KISVN

Biểu đồ 20. KNXX sang Mỹ và Trung Quốc tăng trưởng vượt trội hơn các thị trường chính khác



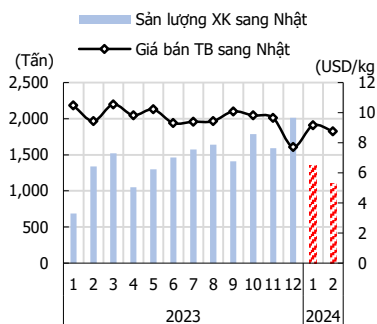
Nguồn: VASEP, KISVN

Chúng tôi dự phóng KNXX xuất khẩu tôm trong 1Q24 có thể tăng khoảng +18 - 20% n/n, chủ yếu nhờ vào nhu cầu đối với sản phẩm tôm quay trở lại đà tăng trưởng tại các thị trường như Nhật Bản và Mỹ, bù đắp cho tăng trưởng ở thị trường EU còn chậm. Chúng tôi nhận định:

- **Thị trường Nhật Bản:** Niềm tin của người tiêu dùng trở nên tích cực nhờ vào tăng trưởng tiền lương và lạm phát hạ nhiệt trong năm 2024F

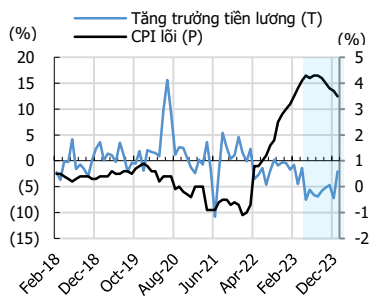
(Biểu đồ 22, 23); do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ tôm có thể được khôi phục dần. Ngoài ra, tôm Việt Nam tận dụng lợi thế cạnh tranh sẵn có (chiếm 24% thị phần tại Nhật Bản), kết hợp với mức độ cạnh tranh vừa phải. Do đó, chúng tôi dự phóng đà tăng trưởng KNXK tôm có thể đạt mức +10 - 15% n/n trong 1Q24F.

Biểu đồ 21. Giá bán và sản lượng xuất khẩu cải thiện trong 2T24



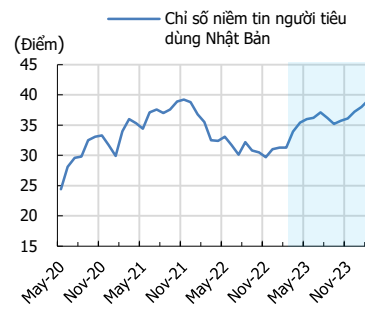
Nguồn: TCHQ, KISVN ước tính dựa trên Top10 DNXX tôm (Chiếm 50% tổng KNXK)

Biểu đồ 22. Lạm phát hạ nhiệt và tiền lương tăng sẽ là động lực thúc đẩy tiêu dùng



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Biểu đồ 23. Niềm tin người tiêu dùng đang trên đà cải thiện tốt

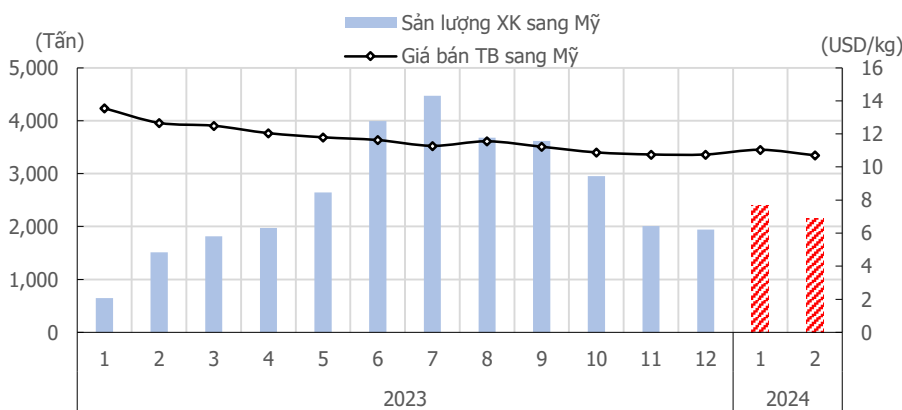


Nguồn: Bloomberg, KISVN

- **Thị trường Mỹ và EU:** Trong 1Q24F, chúng tôi dự phóng KNXK tôm sang Mỹ tăng khoảng +10 - 15% n/n và tăng nhẹ khoảng +2 - 5% n/n đối với thị trường EU.

Theo ước tính của chúng tôi, sự tăng trưởng mạnh mẽ trong xuất khẩu tôm sang thị trường Mỹ được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu thụ được khôi phục tại kênh bán lẻ. Theo Circana, tiêu thụ tôm đông lạnh tại kênh bán lẻ ở Mỹ (chiếm 50% trong tổng lượng thủy sản đông lạnh), bắt đầu có dấu hiệu tăng +8,7% n/n vào T2-24. Do đó, giá bán trung bình của tôm Việt Nam sang Mỹ đã ngừng đà giảm và ổn định ở mức USD10.9/kg trong 2T24 (Biểu đồ 24).

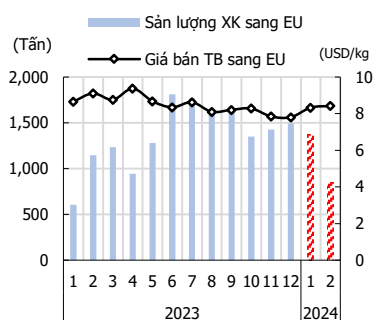
Biểu đồ 24. Sản lượng xuất khẩu tôm sang Mỹ được thúc đẩy nhờ những tín hiệu tích cực từ kênh bán lẻ



Nguồn: TCHQ, KISVN ước tính dựa trên Top10 DNXX tôm (Chiếm 50% tổng KNXK)

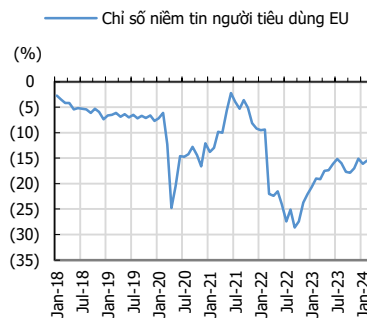
Tại thị trường EU, tình hình tiêu dùng còn khá ảm đạm (Biểu đồ 26). Hơn nữa, xuất khẩu tôm của Việt Nam sang EU chủ yếu là tôm có kích cỡ lớn và tôm chế biến có giá trị gia tăng, dẫn đến giá bán có phần cao hơn so với các đối thủ (Ecuador, Ấn Độ) (Biểu đồ 27). Trong bối cảnh niềm tin người tiêu dùng còn thận trọng, họ có xu hướng lựa chọn các sản phẩm giá thấp hơn. Do đó, tôm Việt Nam có thể mất đi ưu thế của mình, làm chậm mức độ phục hồi của ngành.

Biểu đồ 25. Quá trình phục hồi còn đối mặt với nhiều thách thức trong ngắn hạn



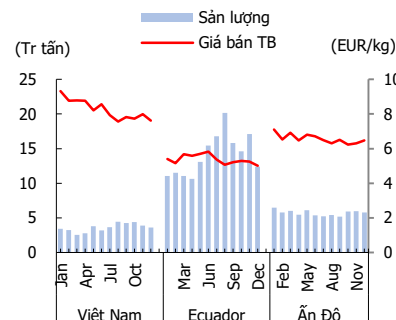
Nguồn: TCHQ, KISVN ước tính dựa trên Top10 DN XK tôm (Chiếm 50% tổng KNXK)

Biểu đồ 26. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng cải thiện những vấn đề ở mức tăng trưởng âm



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Biểu đồ 27. KNXK tôm sang EU khó cạnh tranh với các đối thủ do giá bán cao hơn

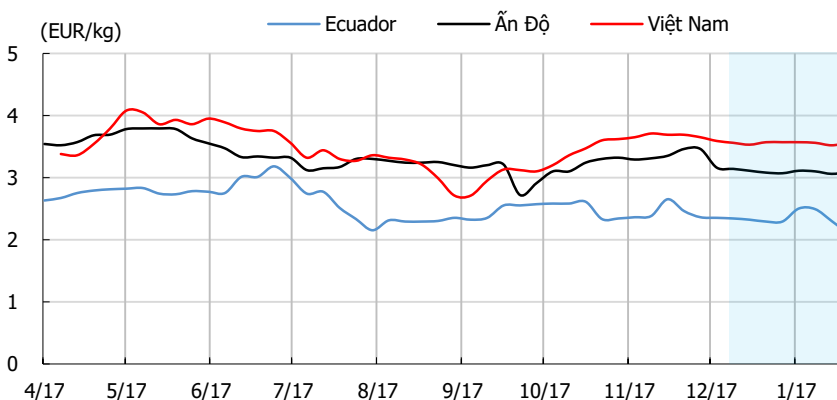


Nguồn: EUMOFA, KISVN

Về giá bán, chúng tôi cho rằng giá bán của sản phẩm tôm sang Mỹ và EU không có nhiều động lực để tăng giá trong 1Q24F:

- Mùa cao điểm của ngành nuôi tôm ở Châu Mỹ Latinh (bao gồm cả Ecuador) trong tháng 2 và tháng 3 có thể dẫn đến nguồn cung dồi dào trong 1Q24, theo Global Fish.
- Hiện tại, chênh lệch giá tôm nguyên liệu tại Việt Nam so với Ecuador và Ấn Độ vẫn lớn (Biểu đồ 28). Điều này làm cho các đối thủ cạnh tranh có xu hướng giữ giá bán thấp để thu hút đơn hàng trong bối cảnh nhu cầu đang trong giai đoạn đầu phục hồi.

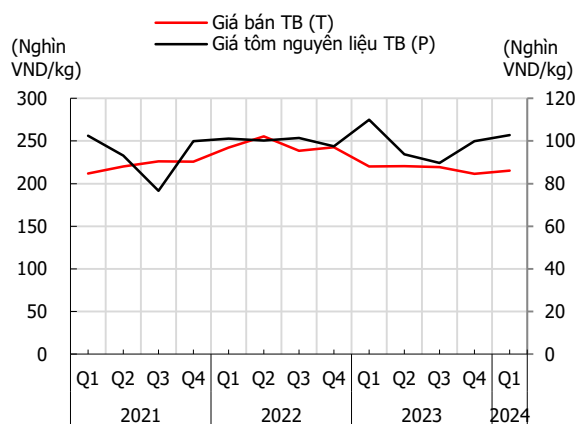
Biểu đồ 28. Chênh lệch giá giữa giá tôm nguyên liệu Việt Nam và các đối thủ cạnh tranh tại thị trường Mỹ và EU ngày càng rộng hơn



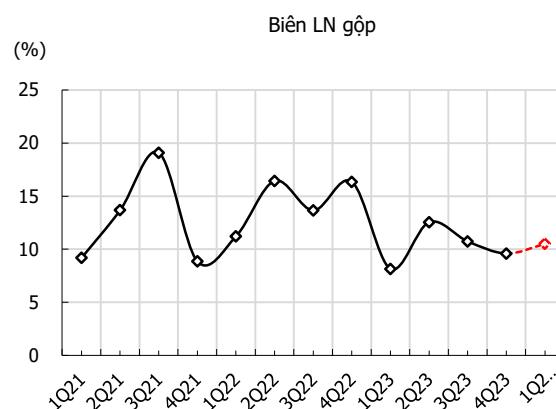
Nguồn: EUMOFA, KISVN

Biên LN gộp cải thiện so với cùng kỳ do giá nguyên liệu thấp hơn và giá bán đầu ra tăng nhẹ

Xu hướng tăng giá của tôm nguyên liệu trong 2T24 so với 4Q24 do (1) nhu cầu xuất khẩu tăng trong 2T24 đã kích thích việc tích trữ tôm nguyên liệu cho quá trình chế biến thành phẩm, và (2) cuối năm 2023 - đầu năm 2024 là mùa vụ nghịch, dẫn đến mức thu hoạch thấp và nguồn cung khan hiếm. Tuy nhiên, mức tăng giá nguyên liệu vẫn thấp hơn so với cùng kỳ (Biểu đồ 29), cùng với việc giá bán tôm đầu ra tăng nhẹ. Do đó, chúng tôi cho rằng biên LN gộp của các doanh nghiệp chế biến tôm xuất khẩu sẽ cải thiện trong 1Q24F so với cùng kỳ. Trong số đó, biên LN gộp của các nhà xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản có thể hưởng lợi nhiều nhất nhờ sự hồi phục tích cực của giá bán, như đã thảo luận ở trên.

Biểu đồ 29. Chênh lệch giá giữa giá bán đầu ra và giá nguyên liệu thu hẹp

Nguồn: VASEP, Agromonitor. KISVN

Biểu đồ 30... Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng giá biên LN gộp của ngành có thể cải thiện so với cùng kỳ

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Kết quả kinh doanh 1Q24F của các doanh nghiệp niêm yết VHC – Đi qua giai đoạn khó khăn nhất

Trong 1Q24F, chúng tôi ước tính doanh thu của VHC sẽ tăng +20.7% n/n và +12.4% q/q, ghi nhận mức 2,718 tỷ đồng. Cụ thể:

- Cá tra:** Sản lượng xuất khẩu được dự phóng tăng +35.2% n/n và giá trị xuất khẩu cá tra đạt 56.6 triệu USD (+4% n/n và +14.6% q/q) với giá bán trung bình khoảng USD2.7/kg (-23.8% n/n, nhưng cao hơn so với USD2.54/kg tại 4Q23).

Trong đó, KNXK sang Trung Quốc dự phóng đạt 7.5 triệu USD (+42% n/n), do nền thấp cùng kỳ. Trong khi đó, thị trường Mỹ và EU đóng góp doanh thu lần lượt là 27.2 triệu USD (-4.8% n/n) và 12.7 triệu USD (-10.1% n/n), do giá bán vẫn giảm so với cùng kỳ.

Bảng 3: Dự phóng KQKD 1Q24F của VHC

(Tỷ đồng, %)

	1Q23A	4Q23A	1Q24F		2024F		Consensus		
			n/n	q/q	n/n	1Q24F	2024F		
Doanh thu	2,252	2,418	2,718	20.7	12.4	10,789	7.5	-	11,981
Cá tra	1,300	1,209	1,411	8.5	16.7	5,944	6	-	-
Phụ phẩm và sp khác	684	845	969	41.6	14.7	3,483	6.9	-	-
C&G	178	214	204	15	(5)	841	16.8	-	-
Sa Giang	91	150	134	47.2	(10.7)	521	14.8	-	-
LN gộp	384	196	409	6.6	109	2,333	61.5	-	2,113
Chi phí QL BH	120	148	177	48	19	626	21.1	-	-
Lợi nhuận hoạt động	264	47	231	(12.4)	3.9x	1,707	84.1	-	-
Lãi/(lỗ) khác	(5)	52	52	8.6x	0	13	(92.8)	-	-
LNTT	259	99	283	9.4	1.9x	1,719	55.2	-	1,611
LNST	225	67	227	0.6	2.4x	1,490	56.9	-	-
LNST CTM	225	67	227	0.6	2.4x	1,462	63.1	-	1,342

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

- Phụ phẩm và sản phẩm giá trị gia tăng:** Công suất chế biến gia tăng trong quá trình chế biến cá tra trong 1Q24 dẫn đến việc tăng sản lượng bột cá và các sản phẩm phụ khác. Vì vậy, chúng tôi ước tính tổng doanh

thu của các sản phẩm này ghi nhận 967 tỷ đồng (+41.7% n/n / +14.7% q/q).

- **Các sản phẩm khác:** Doanh thu từ sản phẩm collagen và gelatin (C&G) dự phóng đạt 204 tỷ đồng (+14.6% n/n), được thúc đẩy bởi sự phục hồi về sản lượng từ mức nền thấp. Ngoài ra, sản phẩm bánh gạo và bánh phồng tôm có thể đạt doanh thu 134 tỷ đồng (+48.6% n/n).

Biên LN gộp của VHC dự phóng đạt mức 15% (-2đpt n/n / +7đpt q/q) nhờ vào đà phục hồi giá bán cá tra, đặc biệt tại thị trường Mỹ và xu hướng giá nguyên liệu ổn định từ 4Q23. LNST của VHC có thể đạt 226 tỷ đồng (+0.6% n/n / +240% q/q). Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và mục tiêu giá của VHC là 77,118 đồng dựa trên hai yếu tố chính: (1) sự hồi phục của sản lượng xuất khẩu nhờ sự tăng trưởng nhu cầu tại kênh dịch vụ ăn uống và sự thiếu hụt của nguồn cá trắng tại Mỹ (2) giá bán dần phục hồi do sự mất cân bằng cung cầu trong ngắn hạn.

FMC – Triển vọng khả quan nhờ nền tảng vững chắc

Chúng tôi đánh giá cao việc FMC mở rộng diện tích nuôi trồng mới (203ha), nhằm mục tiêu tăng cường tự cung cấp nguyên liệu tôm và đảm bảo lợi nhuận gộp trong bối cảnh thiếu động lực thúc đẩy giá tôm tăng.

Bảng 4. Dự phóng KQKD 1Q24F của FMC

(Tỷ đồng, %)

	1Q23A	4Q23A	1Q24F		2024F		Consensus		
			n/n	q/q	n/n	1Q24F	2024F		
Doanh thu	1,008	1,253	1,225	21.4	(2.2)	5,733	13.5	-	5,804
Sản phẩm tôm	954	1224	1184	24.2	(3.3)	5,556	12.7	-	-
Sản phẩm nông nghiệp	55	28	41	(25.9)	42.3	177	11.2	-	-
LN gộp	80	140	112.2	39.4	(19.8)	637	29.2	-	640
Chi phí QL BH	39	63	67	72.4	6.5	287	43	-	-
Lợi nhuận hoạt động	41	77	45	8.3	(41.5)	350	19.8	-	-
Lãi/(lỗ) khác	9	12	12	30.5	0	26	1.1x	-	-
LNTT	51	89	57	12.3	(35.8)	376	23.4	-	394
LNST	49	89	56.9	17.1	(36)	362	20.1	-	-
LNST CTM	49	89	56.9	17.1	(36)	351	27.2	-	369

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

Chúng tôi dự phóng doanh thu của FMC trong 1Q24F như sau:

- Sản phẩm tôm: Chúng tôi dự báo tổng doanh thu xuất khẩu tôm đạt 1,184 tỷ đồng (+24.2% n/n), trong đó: sản lượng xuất khẩu ở mức 4,289 tấn (+27.1% n/n) và giá bán trung bình ở mức USD11.2/kg (-7.3% n/n, nhưng cao hơn so với USD10.8/kg vào 4Q23), được thúc đẩy bởi (1) kỳ vọng xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản tăng (thị trường chính của FMC) (2) vùng nuôi mới đạt tiêu chuẩn ASC để xuất khẩu sang EU, từ đó chúng tôi kỳ vọng tăng thị phần xuất khẩu sang thị trường này.
- Sản phẩm nông sản: Chúng tôi dự phóng doanh thu 1Q24F là 40.7 tỷ đồng (-25.9% n/n).

Biên LN gộp của FMC có thể đạt mức 9,2% (+1,2đpt yoy/ -2đpt qoq), nhờ hoạt động nuôi tôm mùa nghịch của FMC thuận lợi, tăng nguồn cung nguyên liệu tự chủ và ổn định chi phí nguyên liệu đầu vào. Dẫn đến LNST đạt 56,9 tỷ đồng (+17,1% n/n/ -35,8% q/q). Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu FMC do lo ngại về sự cạnh tranh gay gắt tại thị trường Mỹ và EU.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. stock ratings based on 12-month forward performance**

- BUY: Expected total return will be 15%p or more
- Hold: Expected total return will be between -5%p and 15%p
- Sell: Expected total return will be -5%p or less
- KIS Vietnam Securities Corp. does not offer target prices for stocks with Hold or Sell ratings.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. sector ratings for the next 12 months**

- Overweight: Recommend increasing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Neutral: Recommend maintaining the sector's weighting in the portfolio in line with its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Underweight: Recommend reducing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.

■ **Analyst Certification**

I/We, as the research analyst/analysts who prepared this report, do hereby certify that the views expressed in this research report accurately reflect my/our personal views about the subject securities and issuers discussed in this report. I/We do hereby also certify that no part of my/our compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this research report.

■ **Important compliance notice**

As of the end of the month immediately preceding the date of publication of the research report or the public appearance (or the end of the second most recent month if the publication date is less than 10 calendar days after the end of the most recent month), KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not own 1% or more of any class of common equity securities of the companies mentioned in this report.

There is no actual, material conflict of interest of the research analyst or KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates known at the time of publication of the research report or at the time of the public appearance.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not managed or co-managed a public offering of securities for the companies mentioned in this report in the past 12 months;

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not received compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the past 12 months; KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the next 3 months.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates was not making a market in securities of the companies mentioned in this report at the time that the research report was published.

KIS Vietnam Securities Corp. does not own over 1% of shares of the companies mentioned in this report as of 10 Apr 2024.

KIS Vietnam Securities Corp. has not provided this report to various third parties.

Neither the analyst/analysts who prepared this report nor their associates own any shares of the company/companies mentioned in this report as of 10 Apr 2024.

KIS Vietnam Securities Corp. has not issued CW with underlying stocks of stock names and is not the liquidity provider.

Prepared by: Phòng Phân Tích

Global Disclaimer

■ General

This research report and marketing materials for Vietnamese securities are originally prepared and issued by the Research Center of KIS Vietnam Securities Corp., an organization licensed with the State Securities Commission of Vietnam. The analyst(s) who participated in preparing and issuing this research report and marketing materials is/are licensed and regulated by the State Securities Commission of Vietnam in Vietnam only. This report and marketing materials are copyrighted and may not be copied, redistributed, forwarded or altered in any way without the consent of KIS Vietnam Securities Corp..

This research report and marketing materials are for information purposes only. They are not and should not be construed as an offer or solicitation of an offer to purchase or sell any securities or other financial instruments or to participate in any trading strategy. This research report and marketing materials do not provide individually tailored investment advice. This research report and marketing materials do not take into account individual investor circumstances, objectives or needs, and are not intended as recommendations of particular securities, financial instruments or strategies to any particular investor. The securities and other financial instruments discussed in this research report and marketing materials may not be suitable for all investors. The recipient of this research report and marketing materials must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein and investors should seek the advice of a financial adviser. KIS Vietnam Securities Corp. does not undertake that investors will obtain any profits, nor will it share with investors any investment profits. KIS Vietnam Securities Corp., its affiliates, or their affiliates and directors, officers, employees or agents of each of them disclaim any and all responsibility or liability whatsoever for any loss (director consequential) or damage arising out of the use of all or any part of this report or its contents or otherwise arising in connection therewith. Information and opinions contained herein are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or KIS Vietnam Securities Corp. The final investment decision is based on the client's judgment, and this research report and marketing materials cannot be used as evidence in any legal dispute related to investment decisions.

■ Country-specific disclaimer

United States: This report is distributed in the U.S. by Korea Investment & Securities America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934. All U.S. persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Korea Investment & Securities, Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Korea Investment & Securities America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the U.S. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. person absent registration or an applicable exemption from the registration requirement.

United Kingdom: This report is not an invitation nor is it intended to be an inducement to engage in investment activity for the purpose of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom ("FSMA"). To the extent that this report does constitute such an invitation or inducement, it is directed only at (i) persons who are investment professionals within the meaning of Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended) of the United Kingdom (the "Financial Promotion Order"); (ii) persons who fall within Articles 49(2)(a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations etc.") of the Financial Promotion Order; and (iii) any other persons to whom this report can, for the purposes of section 21 of FSMA, otherwise lawfully be made (all such persons together being referred to as "relevant persons"). Any investment or investment activity to which this report relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. Persons who are not relevant persons must not act or rely on this report.

Hong Kong: This research report and marketing materials may be distributed in Hong Kong to institutional clients by Korea Investment & Securities Asia Limited (KISA), a Hong Kong representative subsidiary of Korea Investment & Securities Co., Ltd., and may not otherwise be distributed to any other party. KISA provides equity sales service to institutional clients in Hong Kong for Korean securities under its sole discretion, and is thus solely responsible for provision of the aforementioned equity selling activities in Hong Kong. All requests by and correspondence with Hong Kong investors involving securities discussed in this report and marketing materials must be effected through KISA, which is registered with The Securities & Futures Commission (SFC) of Hong Kong. Korea Investment & Securities Co., Ltd. is not a registered financial institution under Hong Kong's SFC.

Singapore: This report is provided pursuant to the financial advisory licensing exemption under Regulation 27(1)(e) of the Financial Advisers Regulation of Singapore and accordingly may only be provided to persons in Singapore who are "institutional investors" as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This report is intended only for the person to whom Korea Investment & Securities Co., Ltd. has provided this report and such person may not send, forward or transmit in any way this report or any copy of this report to any other person. Please contact Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd in respect of any matters arising from, or in connection with, the analysis or report (Contact Number: 65 6501 5600).

Copyright © 2024 KIS Vietnam Securities Corp. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without permission of KIS Vietnam Securities Corp.