



THỦY SẢN THỊ TRƯỜNG CÁ TRA Thủy triều đổi hướng

"...Chúng tôi tin rằng sự tham gia của các doanh nghiệp lớn sẽ củng cố chuỗi giá trị của ngành, giảm thiểu rủi ro trong quá trình thả nuôi. Ngoài ra, nhu cầu toàn cầu về thủy sản tăng, cùng với các chính sách của chính phủ nhằm thúc đẩy phát triển bền vững, dự kiến sẽ là những động lực hỗ trợ cho tăng trưởng toàn ngành cá tra trong trung và dài hạn."

Thủy sản: Thị trường cá tra

Thủy triều đổi hướng

Vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực chế biến xuất khẩu cá tra

Cá tra là loài cá thịt trắng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam, trong đó chỉ 1~2% sản lượng tiêu thụ trong nước và 98% được xuất khẩu, theo VASEP. Diện tích vùng nuôi rộng lớn góp phần tạo ra mật độ thả nuôi cao, tăng hiệu quả thả nuôi. Điều này giúp duy trì giá bán cá tra xuất khẩu ở mức cạnh tranh so với các nước khác. Mặc dù chỉ chiếm 50% sản lượng nhưng Việt Nam chiếm đến 96% sản lượng xuất khẩu cá tra toàn cầu, nhờ thổ nhưỡng tự nhiên thuận lợi cho quá trình thả nuôi chất lượng cao, theo Trung tâm Thương mại Quốc tế.

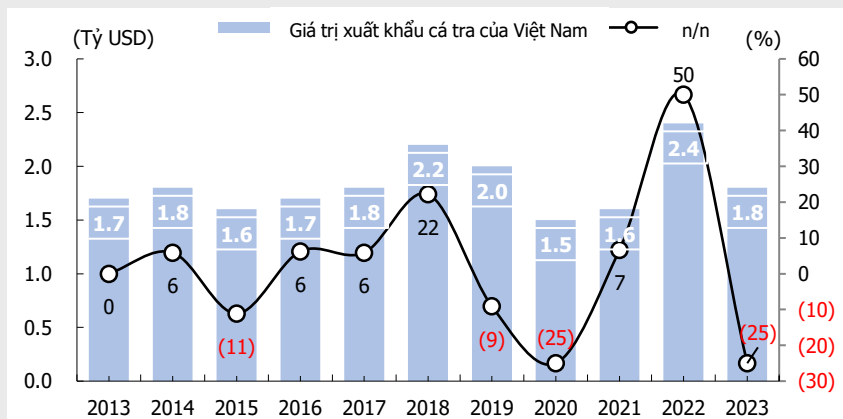
Triển vọng 2H24-2025F: Xuất khẩu cá tra phục hồi sau giai đoạn khó khăn

Trong 2H24F – 2025F, sản lượng và giá bán cá tra dự kiến tăng do tiêu dùng sôi động hơn tại các thị trường chính (Mỹ, Trung Quốc và EU), trong khi dự báo nguồn cung cá tra tăng chậm, dẫn đến sự mất cân bằng cung-cầu. Ngoài ra, chi phí đầu vào thấp, đặc biệt là giá thức ăn thủy sản, sẽ thúc đẩy biên LN gộp của các doanh nghiệp chế biến cá tra cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của toàn ngành sẽ tăng mạnh mẽ trong 2025F, giúp cho định giá toàn ngành diễn biến tích cực.

Triển vọng trung và dài hạn vững chắc

Trong trung và dài hạn, chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu cá tra sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) đạt +2~2.5%, được thúc đẩy bởi sản lượng xuất khẩu tăng, nhờ vào (1) tăng trưởng tiêu thụ thủy sản toàn cầu, nhu cầu cao đối với thủy sản nuôi trồng và (2) mở rộng thị trường mới thông qua các Hiệp định thương mại tự do thế hệ mới với các đối tác chiến lược. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng sự quan tâm của Chính phủ vào phát triển bền vững trong ngành thủy sản sẽ tạo nền tảng cho xuất khẩu cá tra tăng trưởng trong dài hạn.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam giai đoạn 2013-23



Nguồn: VASEP, KISVN

NGÀNH Chuyên sâu

Thủy sản

04/09/2024

Nâng tỷ trọng

Công ty	K/N	GMT (đồng)
CTCP Vĩnh Hoàn	MUA	88,400
CTCP Nam Việt	MUA	38,150
CTCP IDI	NẮM GIỮ	

Phòng phân tích
researchdept@kisvn.vn

NỘI DUNG

I.	Tóm tắt sơ lược	3
II.	Tổng hợp dự phóng và định giá	4
III.	Tổng quan ngành cá tra Việt Nam	5
IV.	2023 – Một năm đầy thử thách	6
V.	6T24 – Những bước phục hồi đầu tiên	6
VI.	2H24F–2025F – Xuất khẩu cá tra sẵn sàng bước vào giai đoạn tăng trưởng	7
	1. 2025F nhu cầu cá tra: Bước vào chu kỳ tăng trưởng	8
	2.2025F nguồn cung cá tra: Thiếu hụt cá tra nguyên liệu trong ngắn hạn	9
VII.	Triển vọng dài hạn – dấu ấn vững vàng của cá tra Việt Nam trên thị trường cá thịt trắng toàn cầu	11
	1.Ba trụ cột chính dẫn dắt tăng trưởng nhu cầu trong dài hạn	11
	2.Biên LN gộp của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hưởng lợi từ chi phí nguyên liệu giảm trong dài hạn	18
VIII.	Rủi ro cần cân nhắc	20
IX.	Kết luận và khuyến nghị	21
	Khuyến nghị đầu tư	22
	CTCP Vĩnh Hoàn. (VHC)	23
	CTCP Nam Việt. (ANV)	26
	CTCP IDI. (IDI)	29

Sơ lược báo cáo

- 2025F – Triển vọng ngành xuất khẩu cá tra
- Triển vọng và Rủi ro của ngành cá tra trong trung và dài hạn
- Dự phóng và khuyến nghị đối với ngành và cổ phiếu

I. Tóm tắt sơ lược

Vị thế dẫn đầu trong chế biến cá tra

Cá tra là một loài cá chủ lực của Việt Nam, chỉ 1~2% sản lượng tiêu thụ nội địa và 98% được xuất khẩu, theo VASEP. Mặc dù chỉ chiếm 50% sản lượng toàn cầu, Việt Nam đóng góp đến 96% sản lượng xuất khẩu cá tra trên thế giới nhờ vào điều kiện tự nhiên thuận lợi cho quá trình thả nuôi chất lượng cao, theo Trung tâm Thương mại Quốc tế (ITC).

Bước vào chu kỳ tăng trưởng 2H24-2025F

Trong 2H24F – 2025F, sản lượng xuất khẩu và giá bán cá tra dự kiến sẽ cải thiện do nhu cầu tiêu thụ tăng mạnh hơn tại các thị trường chính, trong khi đó nguồn cung cá tra nguyên liệu trong nước tăng trưởng chậm hơn, gây ra sự mất cân bằng cung-cầu. Chúng tôi cho rằng thị trường Mỹ sẽ đóng vai trò dẫn dắt tăng trưởng xuất khẩu cá tra, trong khi thị trường EU và Trung Quốc sẽ dần cải thiện rõ nét. Ngoài ra, chi phí đầu vào thuận lợi, đặc biệt là giá thức ăn thủy sản, sẽ thúc đẩy biên LN của các doanh nghiệp chế biến cá tra.

Tăng trưởng dài hạn ổn định trong trung và dài hạn

Về trung và dài hạn, chúng tôi ước tính tăng trưởng kép (CAGR) của kim ngạch xuất khẩu cá tra có thể tăng trưởng +2~2.5%, nhờ vào (1) Tăng trưởng dài hạn đầy hứa hẹn của tiêu thụ thủy sản toàn cầu và nhu cầu cao đối với thủy sản thả nuôi, và (2) Mở rộng thị trường mới nhờ vào các hiệp định thương mại tự do (FTAs) thế hệ mới.

Giá cá tra ít có chất xúc tác tăng trưởng

Trong khi đó, giá bán cá tra dự kiến sẽ đi ngang do cung và cầu dần có sự cân bằng trong dài hạn, cùng với sự gia tăng cạnh tranh gay gắt với các nguồn thực phẩm giàu protein khác.

Chi phí đầu vào ổn định nhờ mức độ tập trung cao của ngành

Trong trung và dài hạn, thị trường đang trải qua quá trình ngày càng tập trung đáng kể hơn trước. Các doanh nghiệp lớn hiện đang cải thiện tỷ lệ tự cung tự cấp trong nuôi trồng hoặc hợp tác với các trang trại nuôi cá quy mô nhỏ để tăng năng suất và đảm bảo nguồn cung cá tra xuất khẩu. Chúng tôi dự báo diện tích thả nuôi sẽ ổn định ở mức 5,700 ha, với sản lượng cá tra tăng trưởng với CAGR đạt +2~3% trong giai đoạn 2025F-30F. Chiến lược này giúp giảm chi phí nguyên liệu, ổn định biên LN gộp của các doanh nghiệp chế biến cá tra.

NÂNG TỶ TRỌNG, khuyến nghị MUA đối với VHC (GMT: 88,400 đồng) và ANV (GMT: 38,150 đồng). Khuyến nghị NẮM GIỮ đối với IDI

Chúng tôi khuyến nghị NÂNG TỶ TRỌNG đối với ngành cá tra. Cụ thể, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với VHC (GMT: 88,400 đồng, tăng: +20.1% so với giá đóng cửa ngày 30/08/2024) và khuyến nghị MUA đối với ANV (GMT: 38,150 đồng, tăng: +19.6% so với giá đóng cửa ngày 30/08/2024) cho mục tiêu trung và dài hạn. Trong khi đó, chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với IDI do những lo ngại liên quan đến những khoản đầu tư không hiệu quả vào các mảng kinh doanh không cốt lõi và các khoản cho vay lớn liên quan đến tập đoàn mẹ.

II. Tổng hợp dự phóng và định giá

Bảng 1. Bảng tổng hợp định giá

Khuyến nghị và GMT			Lợi nhuận và định giá										
Công ty				DT	LNHD	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/EBITDA
				(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)
CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)	Khuyến nghị	MUA	2022A	13,231	2,254	1,975	10,771	41,027	29.7	19.8	11.1	1.3	5.8
	GMT (đồng)	88,400	2023A	10,033	969	919	4,914	44,629	11.6	8.3	14.3	1.7	14.6
	Thị giá (30/08, đồng)	73,600	2024F	11,985	1,246	1,215	5,422	40,165	14.0	10.3	12.8	1.8	13.3
	Vốn hóa (tỷ đồng)	16,520	2025F	14,903	2,002	1,655	7,384	45,049	17.3	12.7	9.4	1.6	8.3
			2026F	14,687	2,038	1,702	7,592	50,141	16.0	11.8	9.2	1.5	8.1
CTCP Nam Việt (ANV)	Khuyến nghị	MUA	2022A	4,897	864	676	5,302	22,604	25.9	13.1	11.1	1.3	5.1
	GMT (đồng)	38,150	2023A	4,439	183	39	293	21,326	1.4	0.7	105.6	1.5	32.5
	Thị giá (30/08, đồng)	31,900	2024F	4,458	308	192	1,437	22,763	6.5	3.8	22.1	1.4	19.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	4,247	2025F	5,147	735	542	4,051	26,814	16.4	10.0	7.8	1.2	8.0
			2026F	5,147	743	559	4,184	30,998	14.5	9.3	7.6	1.0	7.9
CTCP IDI (IDI)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	7,931	726	563	2,404	14,033	17.7	7.2	11.1	1.3	6.8
	GMT (đồng)	N/A	2023A	7,221	303	73	254	14,266	1.8	0.9	35.4	0.8	18.4
	Thị giá (30/08, đồng)	9,760	2024F	7,835	283	83	288	14,553	2.0	1.0	32.1	0.8	20.4
	Vốn hóa (tỷ đồng)	2,666	2025F	8,319	472	233	807	15,360	5.4	2.8	11.4	0.8	12.2
			2026F	7,951	468	254	879	16,016	5.6	3.0	10.5	0.7	12.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

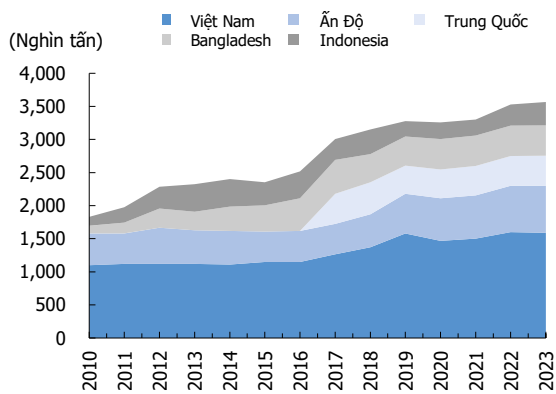
III. Tổng quan ngành cá tra Việt Nam

Việt Nam có lợi thế trong chế biến cá tra xuất khẩu

Cá tra là loài cá thịt trắng đặc trưng của Việt Nam. Theo Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP), tiêu thụ cá tra trong nước chỉ chiếm khoảng 1~2%/năm và xuất khẩu chiếm 98%. Theo Trung tâm Thương mại Quốc tế (ITC), xuất khẩu cá tra của Việt Nam chiếm khoảng 96% tổng sản lượng xuất khẩu cá tra toàn cầu, mặc dù chỉ chiếm khoảng 50% tổng sản lượng toàn cầu hàng năm nhờ điều kiện thổ nhưỡng phù hợp cho quá trình nuôi cá tra đạt hiệu quả cao (Hình 1).

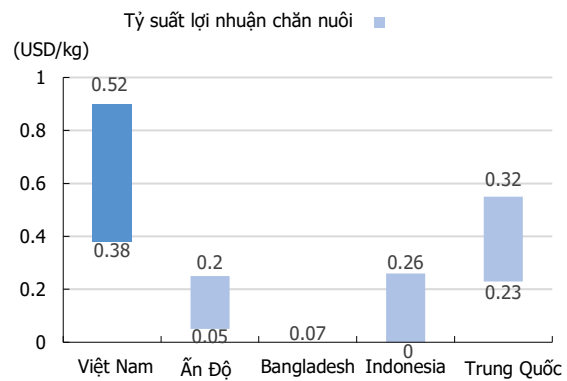
Hơn nữa, diện tích vùng thả nuôi rộng lớn góp phần vào mật độ thả nuôi cao, tăng tỷ lệ sống sót và giảm chi phí sản xuất. Điều này giúp duy trì giá cá tra ở mức cạnh tranh so với các quốc gia khác. Theo dữ liệu từ Agromonitor, tỷ suất lợi nhuận của cá tra tại Việt Nam luôn đứng đầu so với các đối thủ cạnh tranh (Hình 2).

Hình 1. Việt Nam chiếm ưu thế trong chế biến cá tra so với các quốc gia khác



Nguồn: Rabobank, KISVN

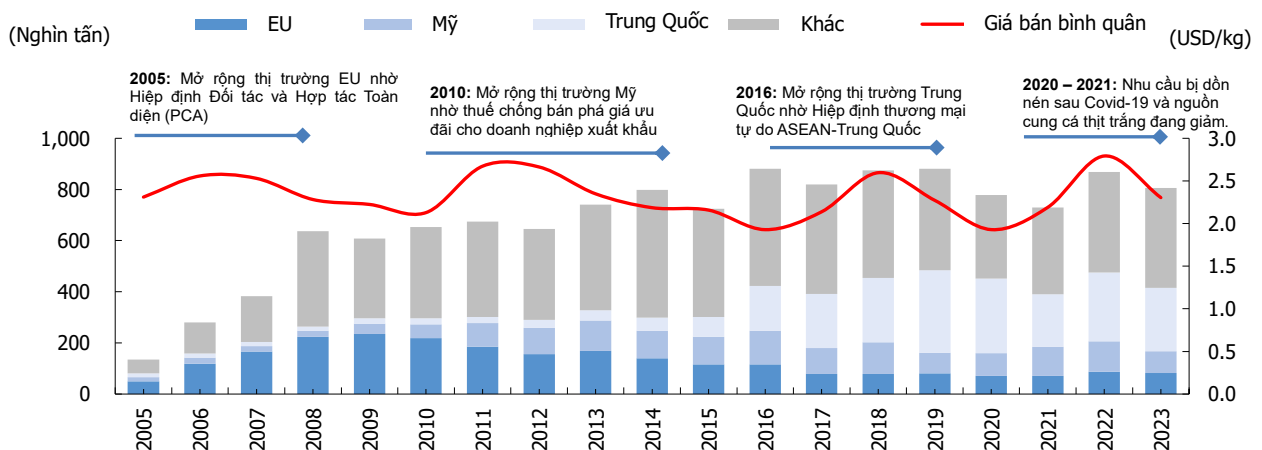
Hình 2... Việt Nam đạt được tỷ suất lợi nhuận cao nhất nhờ vào lợi thế dẫn đầu về chi phí thấp



Nguồn: Agromonitor, KISVN

Kể từ năm 2005, xuất khẩu cá tra đã trải qua bốn chu kỳ lớn trong biến động giá bán. Những biến động này được thúc đẩy bởi nhu cầu mạnh mẽ sau các Hiệp định FTA, mức thuế chống bán phá giá thấp, và nhu cầu bị dồn nén trong kênh dịch vụ ăn uống, cùng với nguồn cung giảm. Trong các chu kỳ giảm, tiêu thụ giảm trong khi nguồn cung tăng mạnh mất kiểm soát.

Hình 3. Xuất khẩu cá tra Việt Nam đã trải qua 4 chu kỳ kể từ năm 2005



Nguồn: VASEP, KISVN

IV. 2023 – Một năm đầy thử thách

Năm 2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra giảm mạnh 24.6% n/n, đạt 1.8 tỷ đô do (1) Nền kinh tế khó khăn đè nặng lên tiêu dùng toàn cầu, dẫn đến sản lượng lớn cá tra tồn kho tại các nước tiêu thụ chính (2) Mức nền xuất khẩu cao trong năm 2022.

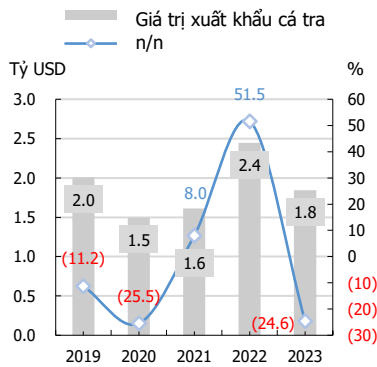
Đáng chú ý, xuất khẩu cá tra sang thị trường Hoa Kỳ giảm -49.7% n/n (trong đó, sản lượng: -27.7% n/n; giá bán: -30% n/n) do tiêu thụ ảm đạm trên các kênh dịch vụ ăn uống (HORECA) và bán lẻ, trong bối cảnh lo ngại suy thoái. Bên cạnh đó, thị trường EU và Trung Quốc lần lượt giảm -14.7% n/n và -19.2% n/n.

Theo quan sát của chúng tôi, giá bán giảm nhanh hơn sản lượng xuất khẩu vì:

- Tiêu thụ ảm đạm do các chuỗi nhà hàng và nhà bán lẻ áp dụng các chiến dịch giảm giá nhằm kích cầu tiêu dùng;
- Một số doanh nghiệp xuất khẩu cá tra chủ động hạ giá bán, nhằm mục đích giải phóng hàng tồn kho;
- Cùng với đó, giá thức ăn chăn nuôi sản tăng nhanh, khiến biên LN của các doanh nghiệp chế biến bị thu hẹp đáng kể.

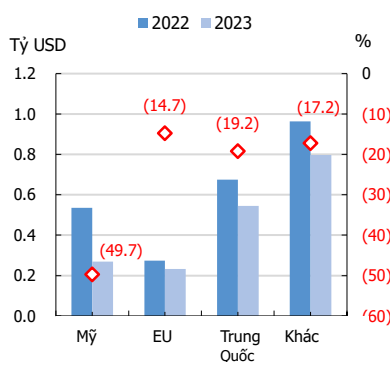
Nhiều khó khăn cản trở tăng trưởng của ngành trong năm 2023

Hình 4. 2023, Một năm nhiều thử thách đối với xuất khẩu cá tra của Việt Nam



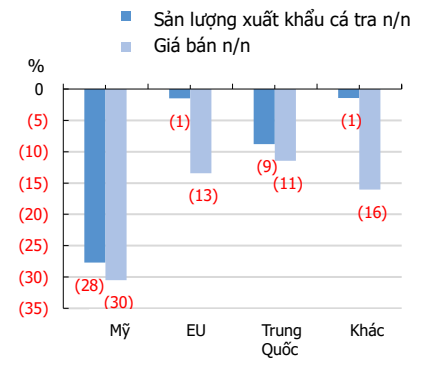
Nguồn: Agromonitor, KISVN

Hình 5. Thị trường Mỹ trải qua sự suy giảm đáng kể



Nguồn: Agromonitor, KISVN

Hình 6. Giá bán cá tra giảm mạnh tại các thị trường trọng điểm trong năm 2023



Nguồn: Agromonitor, KISVN

V. 6T24 – Những bước phục hồi đầu tiên

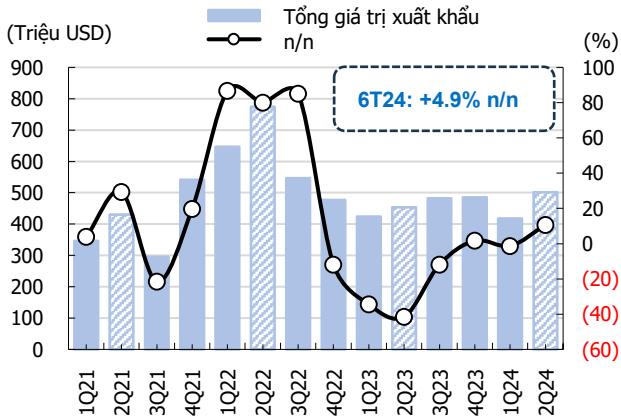
Sản lượng xuất khẩu cá tra phục hồi sớm trong 6T24

Trong 6T24, tổng giá trị xuất khẩu cá tra đạt 920 triệu đô (tăng +4.9% n/n), dẫn dắt bởi sự phục hồi từ sản lượng xuất khẩu (đạt 426,000 tấn, tăng +16.8% n/n). Trong khi giá bán cá tra tiếp tục giảm xuống còn USD2.16/kg (giảm -10.2% n/n), nguyên nhân là do (1) tiêu thụ yếu ở một số thị trường chính (Trung Quốc, EU...), và (2) cạnh tranh gay gắt với các loài cá thịt trắng khác. (Hình 7, 8). Trong đó:

- **Thị trường Mỹ:** Thị trường này trở thành tâm điểm chú ý trong 6T24 khi chứng kiến sự phục hồi cả về sản lượng và giá bán xuất khẩu, nhờ vào: (1) nhu cầu tiêu thụ khởi sắc, (2) lượng hàng tồn kho cá tra giảm và (3) tận dụng sự thiếu hụt nguồn cung cá thịt trắng khác.
- **Thị trường EU và Trung Quốc:** Trong khi đó, xuất khẩu cá tra sang EU và Trung Quốc gặp một số trở ngại. Nguyên nhân là do tiêu thụ ảm đạm và cạnh tranh gay gắt với cá minh thái và cá lóc do nguồn cung dồi dào (sản phẩm thay thế chính của cá tra). Dẫn đến, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra phải giữ giá bán ở mức thấp để thúc đẩy đơn hàng xuất khẩu.

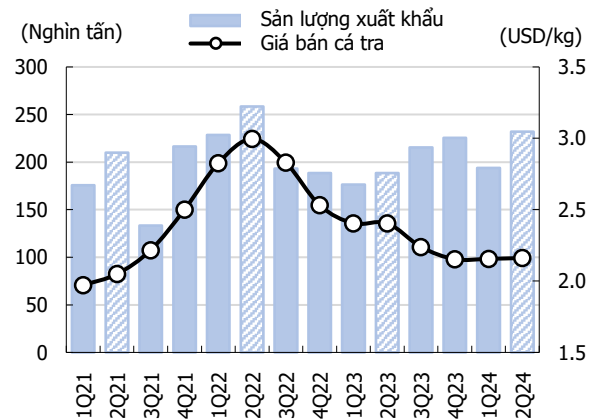
- Các thị trường khác (ASEAN, Nam Mỹ...): Sản lượng xuất khẩu tăng mạnh trong 6T24 nhờ triển vọng tiêu thụ sáng sủa hơn. Tuy nhiên, giá bán vẫn phục hồi chậm.

Hình 7. Tổng giá trị xuất khẩu cá tra đạt 920 triệu đô (tăng +4.9% n/n)



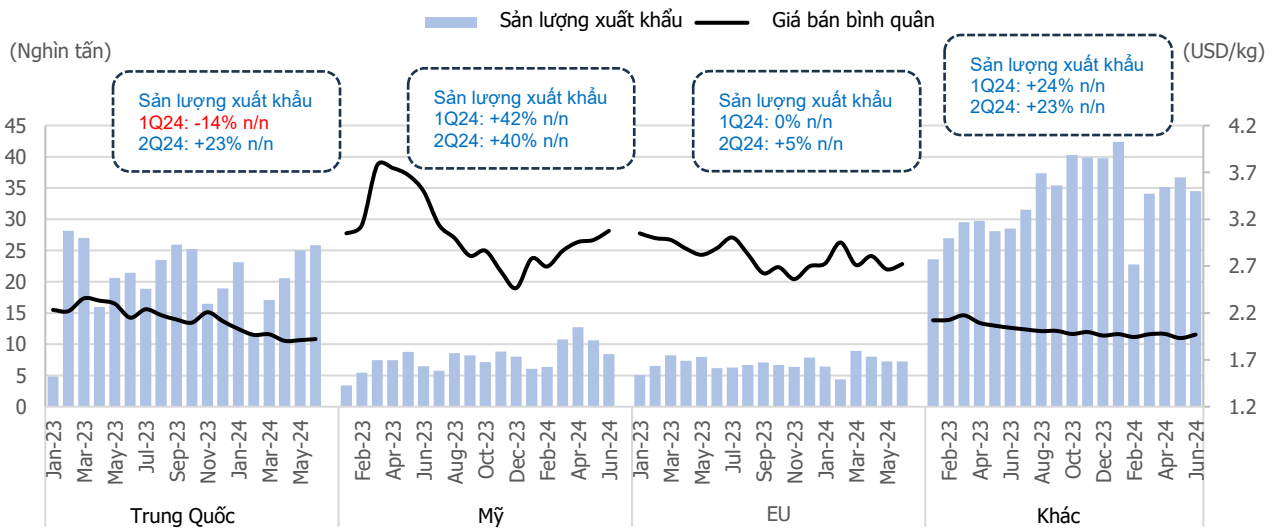
Nguồn: Agromonitor, KISVN

Hình 8. Sản lượng xuất khẩu cải thiện trong khi giá bán cá tra vẫn ảm đạm trong 6T24



Nguồn: Agromonitor, KISVN

Hình 9. Thị trường Mỹ là tâm điểm chú ý trong 6T24, đặc biệt là chứng kiến sự phục hồi từ sản lượng xuất khẩu



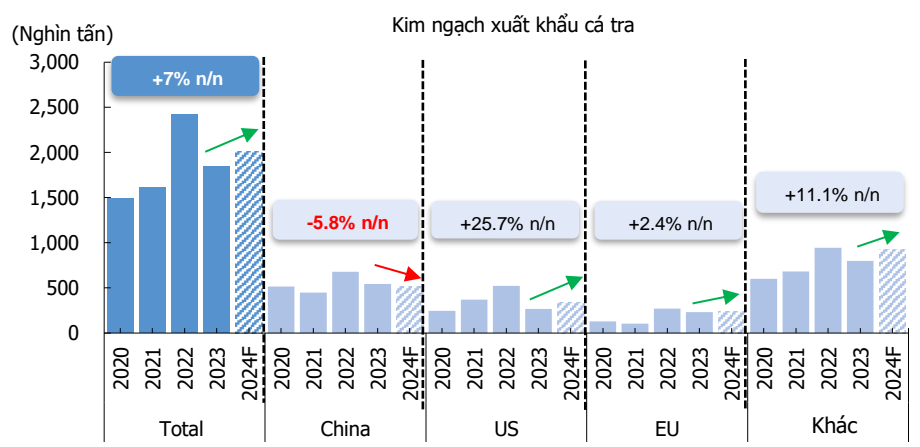
Nguồn: Agromonitor, KISVN

VI. 2H24F-2025F – Xuất khẩu cá tra sẵn sàng tăng trưởng

Trong 2H24F, chúng tôi dự báo kim ngạch xuất khẩu cá tra có khả năng sẽ phục hồi tốt hơn. Cụ thể, thị trường Mỹ dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng cao nhất. Trong khi đó, tại thị trường EU và Trung Quốc, sự cạnh tranh vẫn tiếp diễn, khiến tốc độ phục hồi chậm (Chúng tôi đã thảo luận trong báo cáo [“Triển vọng ngành thủy sản 2H24F”](#)).

Trong năm 2025F, sản lượng và giá bán xuất khẩu cá tra tại các thị trường trọng điểm dự kiến sẽ cải thiện, nhờ vào (1) tiêu dùng mạnh mẽ trên các kênh dịch vụ ăn uống và bán lẻ tại các thị trường chính, và (2) nguồn cung cá tra có thể tăng chậm hơn nhu cầu xuất khẩu, dẫn đến mất cân bằng cung-cầu, kết quả là giá bán kỳ vọng tăng tốt. Song song đó, chi phí đầu vào thấp, đặc biệt là giá thức ăn thủy sản, sẽ hỗ trợ biên LN của các doanh nghiệp chế biến cá tra.

Hình 10. Kim ngạch xuất khẩu cá tra dự kiến đạt 2 tỷ đô (tăng +7% n/n), nhờ vào thị trường Mỹ mở cửa trở lại



Nguồn: VASEP, KISVN ước tính

Bảng 2. Tóm tắt dự báo về các thị trường chính trong năm 2024F và 2025F

	Mỹ		EU		Trung Quốc		Giá đầu vào
	Sản lượng (n/n)	Giá bán (USD/kg)	Sản lượng (n/n)	Giá bán (USD/kg)	Sản lượng (n/n)	Giá bán (USD/kg)	Xu hướng giá
2024F	25% ~ 30%	3.0 ~ 3.2	Ổn định	2.8 ~ 3.0	3% ~ 5%	2.0	Giảm
2025F	5% ~ 7%	4 ~ 4.2	2% ~ 3%	3.0 ~ 3.3	9% ~ 10%	2.0 ~ 2.3	Ổn định

Nguồn: KISVN ước tính

1. 2025F nhu cầu tiêu thụ bước vào chu kỳ tăng trưởng

1.1. Thị trường Mỹ – Sản lượng và giá bán xuất khẩu tăng trưởng tốt

Thị trường Mỹ sẽ là động lực tăng trưởng chính của toàn bộ ngành trong giai đoạn 2024F-25F

Trong năm 2025F, chúng tôi dự báo thị trường Mỹ có thể đóng vai trò chủ đạo trong xuất khẩu cá tra. Dựa trên:

- **Tiêu thụ mạnh mẽ tại các kênh dịch vụ ăn uống và bán lẻ.** Chúng tôi kỳ vọng mức tiêu thụ có thể tiếp tục tăng trưởng vào năm 2025F như đã diễn ra vào năm 2024.
- **Vị thế xuất khẩu cá tra tại Mỹ được củng cố.** Dựa trên thị phần cá thịt trắng nhập khẩu vào Mỹ trong 6T24, cá tra dần chiếm được nhiều thị phần hơn so với các sản phẩm thay thế khác, đặc biệt là so với cá rô phi (sản phẩm thay thế chính của cá tra) nhờ giá bán hợp lý (Hình 11). Chúng tôi kỳ vọng thị phần cao của cá tra có thể sẽ vẫn duy trì trong năm 2025F.
- **Giá bán cá tra có thể dự kiến tăng mạnh:** Chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ cải thiện đáng kể nhờ (1) mất cân bằng cung-cầu, với nhu cầu tăng và nguồn cung cá tra giảm vào năm 2025F, và (2) chênh lệch lớn hơn giữa giá cá tra và cá rô phi cho phép các nhà xuất khẩu cá tra tăng giá bán mà không phải đối mặt với sự cạnh tranh về giá (Hình 11). Do đó, chúng tôi dự báo giá cá tra tại Mỹ sẽ đạt USD4.0/kg ~ USD4.2/kg (tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ trung bình trong giai đoạn 2021-22).

Hình 11. Cá tra xuất khẩu sang Mỹ chiếm thị phần trong 6T24 nhờ giá bán thấp hơn so với các sản phẩm thay thế khác

Thị phần nhập khẩu (%) 6T24	2018	2019	2020	2021	2022	2023	6T24	Thay đổi (đpt%)
Cá tra	7.17	5.30	5.35	6.72	8.14	5.29	8.40	3.1
Cá rô phi	11.71	10.72	11.77	11.90	11.20	10.44	11.51	1.1
<i>Cá rô phi Trung Quốc</i>	8.82	7.43	8.21	8.05	7.18	7.01	7.37	0.4
Cá tuyết (Cod)	4.55	4.25	4.15	4.36	5.06	3.87	4.79	0.9
Cá minh thái	1.89	2.58	2.02	1.98	2.44	1.89	1.69	(0.2)
Cá tuyết chấm đen	1.94	1.51	1.57	1.45	1.95	1.37	1.82	0.4
Cá tuyết (Hake)	0.49	0.44	0.55	0.53	0.46	0.37	0.38	0.0

Giá bán (USD/kg)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	6T24	6T24 so với 2023
Cá tra	4.47	3.87	2.76	2.95	4.24	3.24	2.77	-14.5%
Cá rô phi	3.71	3.77	3.56	3.92	4.68	4.19	4.65	11.1%
<i>Cá rô phi Trung Quốc</i>	3.23	3.28	3.12	3.49	4.35	3.49	3.89	11.4%
Cá tuyết (Cod)	7.85	8.17	7.75	7.95	9.51	10.17	9.04	-11.1%
Cá minh thái	2.66	3.02	3.12	3.06	3.68	3.54	3.30	-6.7%
Cá tuyết chấm đen	6.21	6.66	6.51	7.03	7.77	7.51	6.72	-10.5%
Cá tuyết (Hake)	2.99	2.80	2.71	3.11	3.71	3.50	3.36	-4.0%

Nguồn: NOAA, KISVN ước tính

1.2. Thị trường EU và Trung Quốc – Dàn khởi sắc sau giai đoạn khó khăn trong năm 2024

Trong giai đoạn 2023-24F, xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc và EU gặp nhiều thách thức do nguồn cung cá thịt trắng dồi dào và nhu cầu tiêu thụ yếu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng những khó khăn này sẽ giảm bớt vào năm 2025F, đánh dấu cho sự khởi đầu của một chu kỳ tăng trưởng mới ở cả hai thị trường:

- **Thị trường Trung Quốc:** Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc sẽ tăng dần nhờ nhu cầu tiêu thụ ở kênh dịch vụ ăn uống ấm lên. Sản lượng xuất khẩu có thể phục hồi sớm hơn giá bán, vì các doanh nghiệp xuất khẩu duy trì giá bán ở mức hợp lý để kích cầu. Chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu tăng +9~10% n/n (Chi tiết sẽ được thảo luận trong phần VII.), với giá bán dao động quanh mức USD2.0/kg~USD2.3/kg.
- **Thị trường EU:** Áp lực dư cung đối với cá minh thái vào năm 2024 dự kiến sẽ giảm bớt vào năm 2025F. Đồng thời, các sản phẩm thủy sản của Nga (nhà cung cấp lớn nhất cho EU) sẽ không được hưởng chính sách miễn thuế giai đoạn 2024-26F. Do đó, chúng tôi dự phóng xuất khẩu cá tra sang thị trường EU có khả năng trở lại mức bình thường, với sản lượng trung bình khoảng 80,000~85,000 tấn. Trong khi đó, giá bán sẽ dao động trong khoảng từ USD3.0/kg~USD3.2/kg (mức tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ trong giai đoạn ổn định 2H21–2022).

2. 2025F nguồn cung cá tra nguyên liệu thiếu hụt trong ngắn hạn

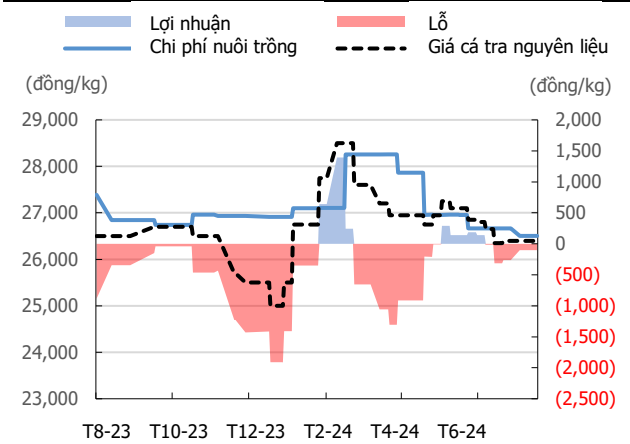
Theo quan sát của chúng tôi, diện tích thả nuôi cá tra tại Đồng Tháp (tỉnh có diện tích nuôi cá tra lớn nhất Việt Nam) giảm mạnh trong 6T24 (Hình 13). Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp lớn và hộ nuôi cá tra nhỏ lẻ đang thận trọng mở rộng diện tích thả nuôi trong bối cảnh xuất khẩu ảm đạm.

Ngoài ra, giá bán cá tra nguyên liệu thấp kéo dài từ năm 2023 đã làm tăng thêm thiệt hại cho những người nuôi cá tra quy mô nhỏ, đây là lý do chính khiến diện tích thả nuôi bị thu hẹp (Hình 12). Các trang trại nuôi cá tra quy mô nhỏ chiếm

khoảng 30% tổng nguồn cung cá tra nguyên liệu, vì vậy chúng tôi cho rằng tình trạng này có thể dẫn đến thiếu hụt nguồn cung trong 2H24F và 2025F.

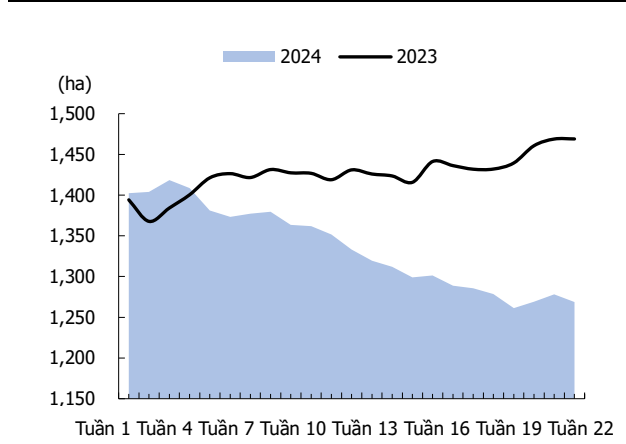
Như đã thảo luận ở trên, nhu cầu xuất khẩu cá tra có khả năng tăng mạnh vào năm 2025F, có thể vượt qua nguồn cung. Do đó, giá bán dự kiến sẽ tăng mạnh hơn dự báo cho năm 2024F.

Hình 12. Các hộ nông dân quy mô nhỏ chịu lỗ vì triển vọng xuất khẩu u ám



Nguồn: Sở Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn tỉnh Đồng Tháp

Hình 13... Dẫn đến, diện tích thả nuôi đang giảm mạnh



Nguồn: Sở Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn tỉnh Đồng Tháp

Kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam có thể tăng trưởng với CAGR đạt +2~2.5% (2023–30F)

VII. Triển vọng dài hạn – dấu ấn vững vàng của cá tra Việt Nam trên thị trường toàn cầu

Trong giai đoạn 2023-30F, chúng tôi dự báo kim ngạch xuất khẩu cá tra có thể tăng với CAGR đạt +2~2.5%, nhờ vào:

- Sản lượng xuất khẩu tăng trưởng với CAGR đạt +2~2.5%, nhờ vào (1) Tăng trưởng tiêu thụ thủy sản toàn cầu đầy hứa hẹn và sự dịch chuyển sang tiêu thụ thủy sản thả nuôi, và (2) Mở rộng sang thị trường mới nhờ các Hiệp định thương mại tự do (FTAs) thế hệ mới với các đối tác chiến lược.
- Giá bán dự kiến đi ngang do cung và cầu trong dài hạn cân bằng, cùng với sự gia tăng cạnh tranh với các nguồn protein khác.

1. Ba trụ cột chính dẫn dắt tăng trưởng nhu cầu trong dài hạn

1.1. Triển vọng dài hạn đầy hứa hẹn của ngành nuôi trồng thủy sản toàn cầu

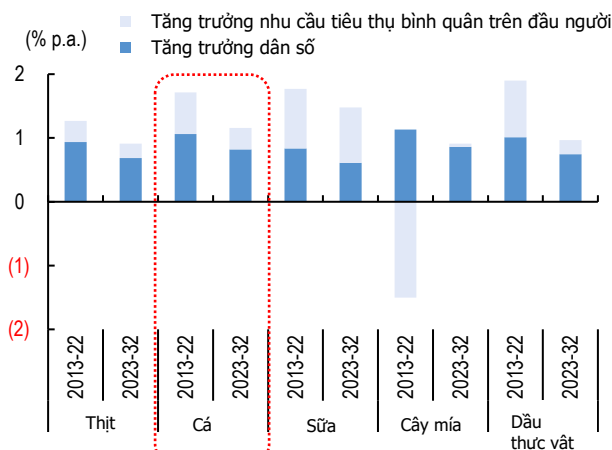
Tiêu thụ cá toàn cầu có thể tăng trưởng với CAGR đạt +1.16% trong giai đoạn 2023–32F

Theo Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên hợp quốc (FAO, 2023), CAGR về tiêu thụ cá được dự báo đạt +1.16% trong giai đoạn 2023-32F, chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) tăng trưởng dân số (2) và tăng trưởng thu nhập cao hơn tại các thị trường đang phát triển. Trong đó, mức tiêu thụ cá làm thực phẩm trên thế giới dự kiến sẽ đạt 21.2 kg vào năm 2032F tính trên đầu người, tăng từ mức trung bình 20.4 kg trong giai đoạn 2020-22, nhờ vào sự tăng trưởng vượt bậc đến từ ba khu vực chính là Châu Á, EU và Châu Mỹ. (Hình 14, 15)

Sản lượng nuôi trồng thủy sản dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR đạt +1.75% trong giai đoạn 2023–32F

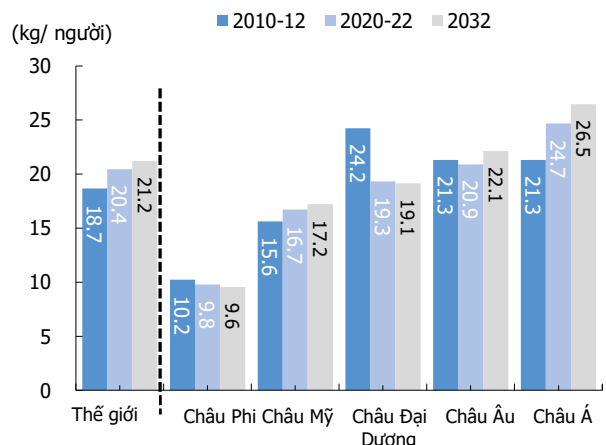
Sản lượng thủy sản toàn cầu dự kiến sẽ tăng lên 202 tấn, với CAGR đạt +1.1% trong giai đoạn 2023-32F. Các loài thủy sản thả nuôi dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh hơn các loài được đánh bắt tự nhiên do hạn ngạch đánh bắt được các cơ quan quản lý quốc tế đặt ra. Theo FAO, sản lượng nuôi trồng thủy sản có thể chiếm 53% (110 triệu tấn) tổng nguồn cung hải sản vào năm 2032F, với CAGR 2023-32F đạt +1.75% so với +0.04% sản lượng đánh bắt tự nhiên (Hình 16). Điều này có thể mở ra cơ hội cho các quốc gia có diện tích thả nuôi lớn, trong đó có Việt Nam. Theo quan điểm của chúng tôi, sự vượt trội của ngành nuôi trồng thủy sản và sự suy giảm của các loài cá đánh bắt tự nhiên là động lực thúc đẩy tiêu thụ cá tra ở các khu vực như Mỹ và EU.

Hình 14: Tăng trưởng trung bình hàng năm về nhu cầu tiêu thụ đối với các nhóm hàng hóa chính, 2013-22 và 2023-32F



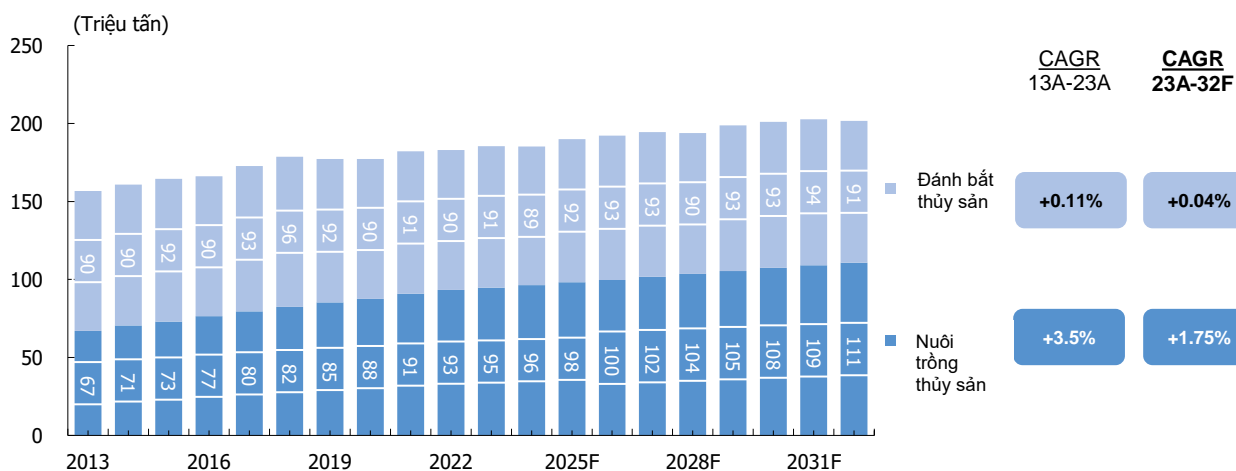
Nguồn: FAO, KISVN

Hình 15: Châu Á dự kiến sẽ ghi nhận mức tiêu thụ cá bình quân trên đầu người cao nhất vào năm 2032F



Nguồn: FAO, KISVN

Hình 16. Ngành nuôi trồng thủy sản dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh hơn ngành đánh bắt thủy sản trong dài hạn



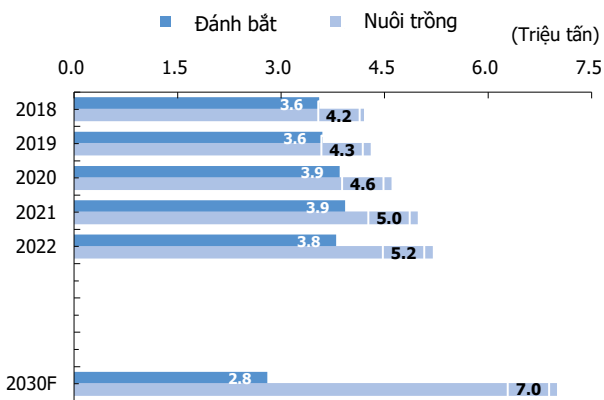
Nguồn: FAO, KISVN

Cá tra Việt Nam được thúc đẩy bởi tiêu dùng toàn cầu dần ấm lên và các ưu đãi từ hiệp định FTA tại các thị trường xuất khẩu chính

Đề tận dụng lợi thế trong dài hạn, Chính phủ Việt Nam cũng đã đề ra Nghị quyết phát triển thủy sản thành một trong những ngành công nghiệp mũi nhọn. Theo Nghị quyết 399/QĐ-TTg, tầm nhìn đến năm 2030, sản lượng thủy sản đạt 9.8 triệu tấn, trong đó sản lượng nuôi trồng thủy sản đạt 7 triệu tấn và sản lượng khai thác thủy sản đạt 2.8 triệu tấn.

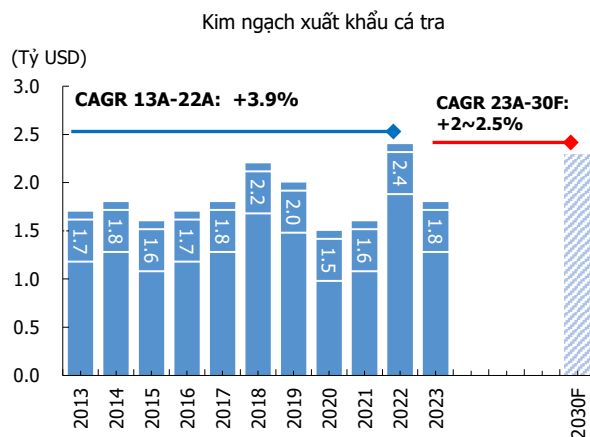
Theo Nghị quyết này, kim ngạch xuất khẩu dự kiến đạt từ 14 tỷ đô~16 tỷ đô, với CAGR trong giai đoạn 2023–30F đạt +3~4%. Trong đó, chúng tôi ước tính CAGR của kim ngạch xuất khẩu cá tra có thể tăng trưởng từ 2~2.5%, **trong đó sản lượng xuất khẩu: +2~2.5% trong giai đoạn này, dự kiến sẽ cao hơn mức tăng trưởng toàn cầu dựa trên các nguyên nhân sau:**

Hình 17: Chính phủ phấn đấu mở rộng sản lượng nuôi trồng thủy sản lên 7 triệu tấn vào năm 2030F



Nguồn: VASEP, 399/QĐ-TTg, KISVN

Hình 18: Kim ngạch xuất khẩu cá tra có thể tăng trưởng +2~2.5%/năm trong giai đoạn 2023–30F



Nguồn: VASEP, 399/QĐ-TTg, KISVN ước tính

1.1.1 Các Hiệp định FTA dự kiến sẽ thúc đẩy cá tra Việt Nam mở rộng sang các thị trường mới và duy trì sức cạnh tranh về giá tại các thị trường trọng điểm

Bảng 3. Tác động từ các Hiệp định FTA đến triển vọng xuất khẩu của Việt Nam đang trở nên tích cực

Đối tác	Hiệp định FTA	Giá trị xuất khẩu (triệu USD)			
		2020	2021	2022	2023
ASEAN	+ AFTA	23	29	34	33
ASEAN – Trung Quốc	+ ACFTA	49	56	58	61
ASEAN – Hàn Quốc	+ AKFTA, VKFTA	19	22	24	24
ASEAN - Úc/New Zealand	+ AANZFTA	4	5	6	6
ASEAN – Nhật Bản	+ AJCEP, VJEPA	19	20	24	23
Chile	+ VCFTA	1	2	2	1
ASEAN - Ấn Độ	+ AIFTA	5	6	8	9
Nga, Belarus, Kazakhstan, Armenia, và Kyrgyzstan	+ VN - EAEU FTA	3	3	2	2
Úc, Canada, Chile, Nhật Bản, Malaysia, Mexico, Peru, New Zealand, Singapore	+ CPTPP	34	40	52	50
EU	+ EVFTA	18	40	47	44
UK	+ UKVFTA	-	6	6	6
ASEAN – Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc và New Zealand	+ RCEP	-	-	147	146
Tổng cộng		160	211	233	233

Nguồn: MoIT, KISVN tổng hợp

Lợi thế cạnh tranh về giá của cá tra được duy trì nhờ ưu đãi thuế quan từ các Hiệp định FTA

Cùng với 16 Hiệp định FTA có hiệu lực với các đối tác thương mại lớn, chúng tôi kỳ vọng các ưu đãi thuế quan của các Hiệp định FTA sẽ tiếp tục làm tăng sức cạnh tranh về giá bán thủy sản của Việt Nam so với các nước khác và từng bước quảng bá hình ảnh cá tra Việt Nam tại các thị trường trọng điểm.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng ngành cá tra Việt Nam sẽ có nhiều thuận lợi hơn trong việc mở rộng sang các thị trường mới nhờ vào Hiệp định FTAs thế hệ mới với các đối tác chiến lược gần đây như EVFTA, UKFTA, RCEP... (Bảng 3). Đặc biệt, Hiệp định EVFTA giảm thuế đối với sản phẩm cá tra đông lạnh xuống còn 0% từ năm 2023 sẽ giúp tăng khả năng cạnh tranh về giá của các doanh nghiệp xuất khẩu và hoạt động hiệu quả hơn tại các thị trường này.

Bảng 4. Lộ trình ưu đãi thuế quan cho cá tra Việt Nam theo Hiệp định EVFTA

HS code	Thuế GSP	2020	2021	2022	2023 trở đi
030324	4.5	4.5	4	2	0
030462	5.5	5.5	4.5	2.25	0
030432	5.5	4.125	2.75	1.375	0

Nguồn: MoIT, KISVN tổng hợp

1.1.2 Nhu cầu dài hạn được thúc đẩy bởi thị trường Mỹ và Trung Quốc

Chúng tôi cho rằng Mỹ và Trung Quốc sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng của toàn ngành. Trong khi đó, thị trường EU có thể bão hòa do sự cạnh tranh khốc liệt cùng với truyền thông tiêu cực về cá tra Việt Nam.

Thị trường Mỹ – Triển vọng tăng trưởng vững chắc trong dài hạn

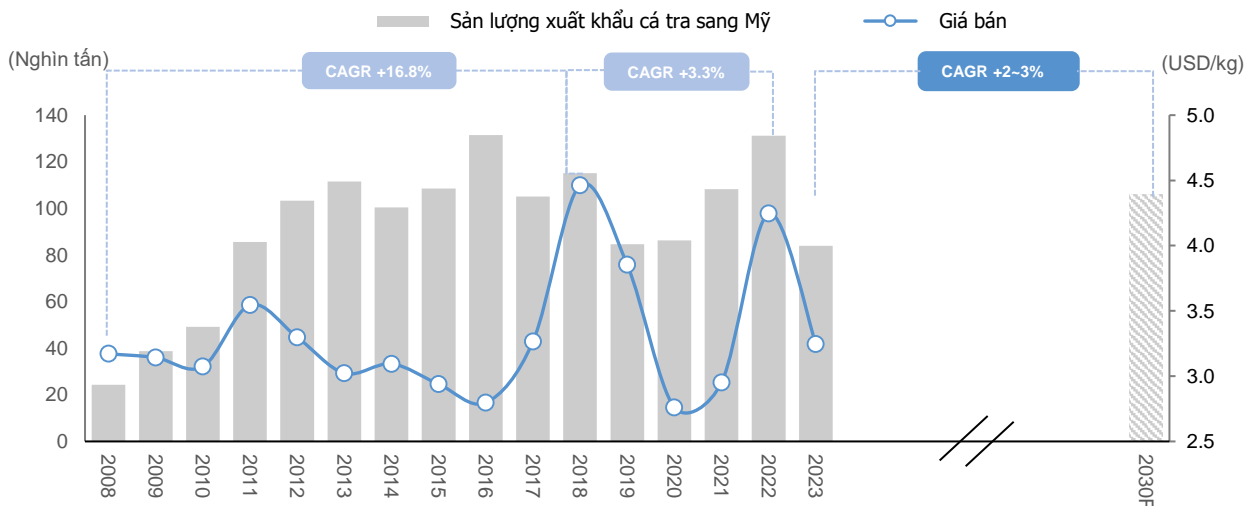
Thị trường Mỹ đóng vai trò quan trọng trong xuất khẩu cá tra của Việt Nam và có mức giá bán cao nhất (cao hơn 50~60% so với giá bán trung bình ngành).

Sản lượng xuất khẩu cá tra đã tăng trưởng đáng kể trong giai đoạn 2008-18, nhờ sự mở rộng thị phần thành công vào thị trường Mỹ, với CAGR đạt khoảng +16.8%. Tuy nhiên, sau giai đoạn này, dấu hiệu bão hòa trong tăng trưởng bắt đầu xuất hiện và mẫu hình tăng trưởng bắt đầu cho thấy sự biến động theo chu kỳ, với CAGR đạt 3.3% trong giai đoạn 2018-22 (Hình 19, 20).

Cá tra tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh về giá so với các loài cá thịt trắng khác trong cùng phân khúc. Theo Viện Thủy sản Quốc gia, năm 2021, mức tiêu thụ thủy sản bình quân trên đầu người tại Mỹ là 20.5 pound, trong đó cá tra chiếm 0.71 pound, so với các sản phẩm thay thế khác như cá rô phi (1.04), cá minh thái (0.78) và cá da trơn (0.51). Do đó, thị phần của cá tra có thể vẫn duy trì ở mức cao với CAGR ở mức ổn định tại thị trường Mỹ (Hình 22).

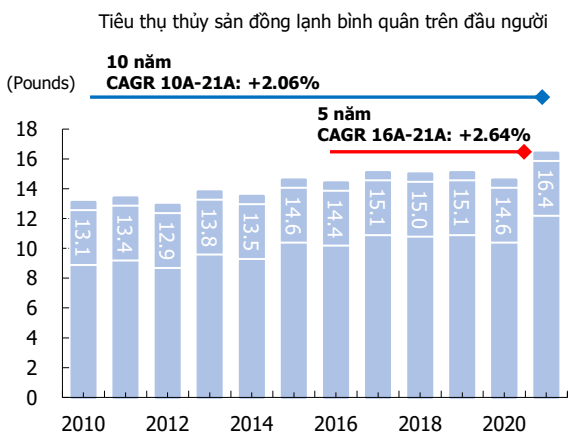
Chúng tôi dự báo tiêu thụ dài hạn sẽ ổn định ở mức khoảng 106 ~ 110 nghìn tấn mỗi năm (tương đương với mức trung bình trong quá khứ), vì cá tra không có tính khác biệt đáng kể và tăng trưởng phụ thuộc vào mức tăng +2~3% nhu cầu tiêu thụ thủy sản tại Mỹ trong giai đoạn 2023-30F (Hình 19, 20).

Hình 19. Sản lượng xuất khẩu cá tra sang Mỹ dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR đạt +2~3% trong giai đoạn 2023-30F



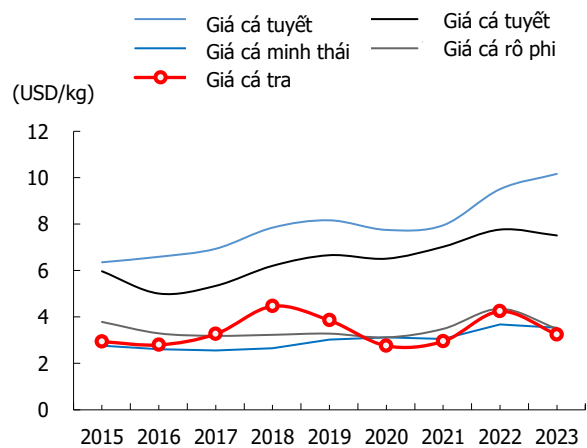
Nguồn: NOAA, KISVN

Hình 20: CAGR về tiêu thụ thủy sản của Mỹ ghi nhận mức tăng trưởng ổn định trong 5 và 10 năm



Nguồn: NOAA, KISVN

Hình 21. nhờ giá bán hợp lý hỗ trợ cá tra duy trì thị phần



Nguồn: NOAA, KISVN

Hình 22. Top 10 loài cá được tiêu thụ phổ biến nhất tại thị trường Mỹ, trong đó sản lượng cá tra vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng và thị phần nhờ giá bán hợp lý trong cùng phân khúc.

STT	2018	2019	2020	2021	2022	Giống cá	2023 (Thị phần & Sản lượng nhập khẩu)		2023 ASPs (USD/kg)	CAGR sản lượng nhập khẩu 2017A-22A
1	25%	26%	28%	30%	31%	Cá hồi	31.1%	500,753,796	12.5	6.1%
2	17%	18%	20%	17%	20%	Cá ngừ đại dương	17.7%	284,565,255	6.9	4.4%
3	12%	11%	11%	11%	10%	Cá rô phi	10.4%	168,072,478	4.2	-0.3%
4	5%	4%	4%	4%	5%	Cá tuyết (Cod)	3.9%	62,292,315	10.2	2.0%
5	2%	3%	2%	2%	2%	Cá minh thái	1.9%	30,405,602	3.5	5.1%
6	2%	2%	2%	1%	2%	Cá tuyết (Haddock)	1.4%	22,103,693	7.5	1.6%
7	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	Cá tuyết (Hake)	0.4%	5,902,989	3.5	-1.8%
8	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	Cá thịt trắng khác	0.3%	5,280,632	4.2	-0.3%
9	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.04%	Cá Cusk	0.04%	597,352	4.8	18.7%
10	7%	5%	5%	7%	8%	Cá tra	5.2%	83,847,042	3.2	4.5%

Nguồn: NOAA, KISVN tổng hợp & tính toán

Thị trường Trung Quốc – Tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn nhưng đối mặt với cạnh tranh gay gắt

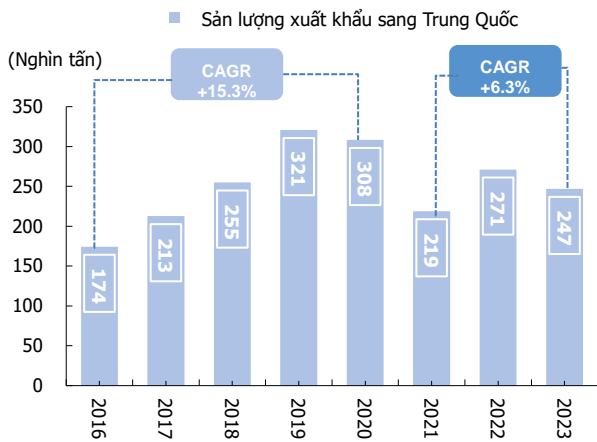
Những khó khăn trong ngắn hạn dần qua đi, mở ra cơ hội mới cho tăng trưởng dài hạn

Trong giai đoạn 2017–20, sản lượng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc ghi nhận CAGR đạt +15.3%, một phần được thúc đẩy bởi sự phát triển nhanh của các chuỗi nhà hàng. Tuy nhiên, CAGR giảm về mức +6.3% trong giai đoạn 2021–23 do đại dịch Covid-19 và những khó khăn của nền kinh tế Trung Quốc (Hình 23). Theo quan điểm của chúng tôi, những trở ngại ngắn hạn dần qua đi, do đó sản lượng xuất khẩu có thể quay trở lại mức tăng trưởng bình thường trong dài hạn.

Xuất khẩu cá tra được thúc đẩy bởi sự phát triển mạnh mẽ từ các kênh dịch vụ ăn uống tại Trung Quốc

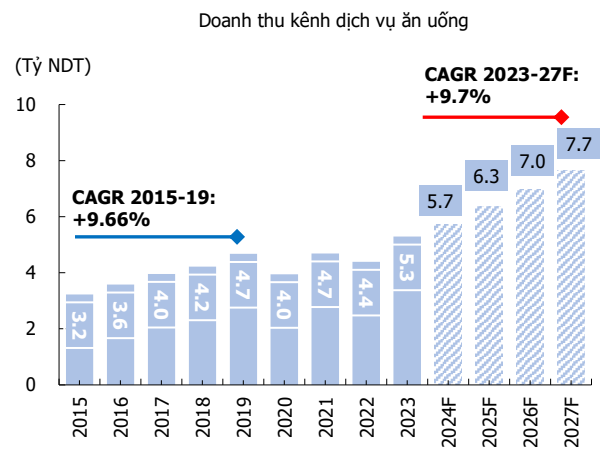
Theo Frost và Sullivan, ngành dịch vụ ăn uống của Trung Quốc dự kiến sẽ đạt 7,658 tỷ NDT vào năm 2027F, với CAGR dự kiến đạt +9.7% trong giai đoạn 2023–27F (tương tự như giai đoạn trước đại dịch Covid-19, ở mức +9.66% trong giai đoạn 2015–19) (Hình 24), nhờ vào (1) tỷ lệ đô thị hóa ngày càng tăng và (2) tỷ lệ thâm nhập cao hơn của các chuỗi nhà hàng. Do đó, với nhu cầu thủy sản dự báo được tăng đáng kể, chúng tôi dự đoán rằng sản lượng xuất khẩu cá tra có thể tiếp tục được hưởng lợi từ xu hướng trên.

Hình 23. Tăng trưởng ngắn hạn về sản lượng xuất khẩu cá tra bị cản trở bởi những khó khăn của nền kinh tế



Nguồn: VASEP, KISVN

Hình 24. Triển vọng dài hạn có thể được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng nhanh của kênh dịch vụ ăn uống

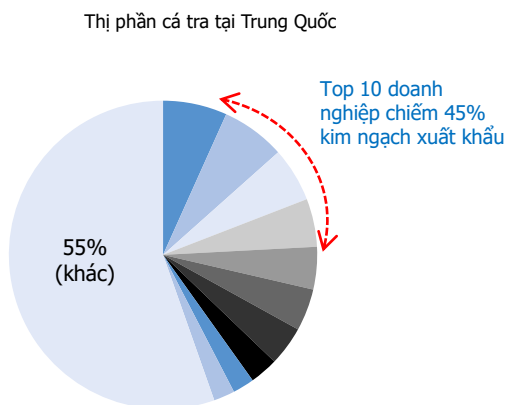


Nguồn: Frost & Sullivan, KISVN

Tuy nhiên, quy định xuất khẩu sang Trung Quốc ít chặt chẽ hơn so với thị trường Mỹ và EU, dẫn đến tính cạnh tranh tương đối cao giữa các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra của Việt Nam. Hiện tại, thị phần của các doanh nghiệp xuất khẩu sang Trung Quốc khá phân mảnh, với doanh nghiệp lớn nhất chỉ nắm giữ khoảng 7% tổng kim ngạch xuất khẩu (tính đến số liệu năm 2023, Hình 25). Do đó, giá bán sang Trung Quốc thấp hơn so với các thị trường trọng điểm khác (Hình 26).

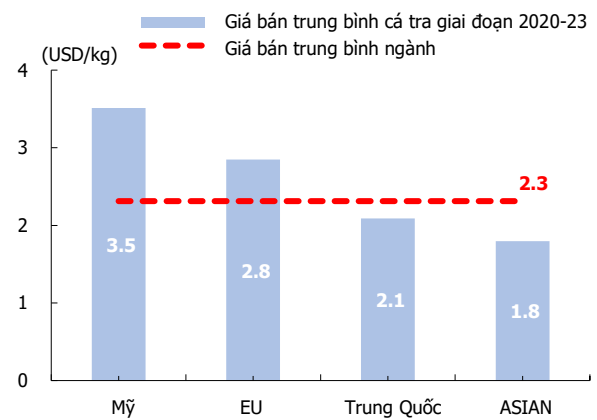
Ngoài ra, cá lóc và cá rô phi là hai sản phẩm thay thế có hương vị và giá bán tương đương với cá tra, do đó gây ra rủi ro cạnh tranh đáng kể trên thị trường nội địa Trung Quốc. Do đó, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam phải chấp nhận đánh đổi giữa biên LN và sản lượng xuất khẩu.

Hình 25. Thị phần phân mảnh giữa các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra



Nguồn: VASEP, KISVN

Hình 26. Do đó, giá bán sang Trung Quốc thấp hơn so với thị trường Mỹ và EU



Nguồn: Agromonitor, KISVN

Triển vọng dài hạn tại thị trường EU vẫn còn phải đối mặt với một số trở ngại

Thị trường EU – Tăng trưởng bão hòa trong dài hạn

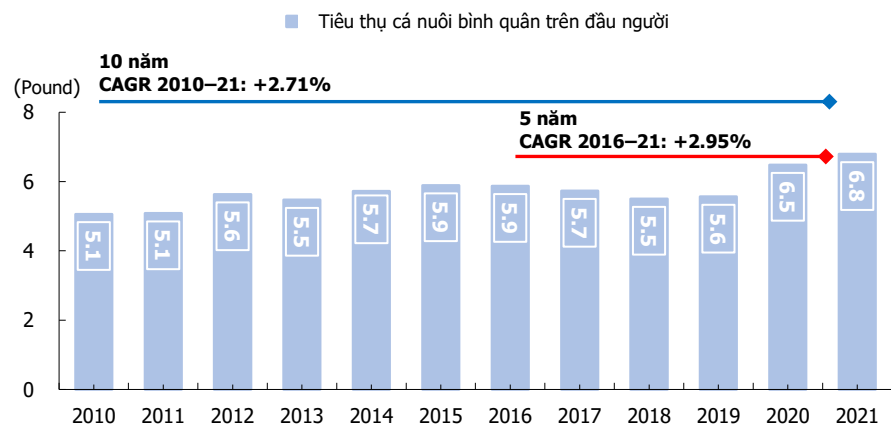
EU là thị trường lớn trên thế giới về các sản phẩm thủy sản nói chung và nuôi trồng thủy sản nói riêng, nhưng nguồn cung của EU phụ thuộc rất nhiều vào nguồn nhập khẩu và mức tiêu thụ bình quân đầu người của các loài cá nuôi trồng tăng với CAGR đạt +2.95%, trong giai đoạn 2016-21 (Hình 27). Cá tra là sản phẩm thay thế hiệu quả về mặt chi phí cho các loài cá thịt trắng khác trên thị trường EU. Tuy nhiên, kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam gần như

không tăng trưởng trong những năm gần đây, với CAGR đạt +0.4% trong giai đoạn 2017-22. Thực tế là các sản phẩm cá tra phải đối mặt với một số trở ngại trên thị trường EU:

- *Cạnh tranh gay gắt với các loài cá đánh bắt tự nhiên, các loài cá đánh bắt tự nhiên là lựa chọn phổ biến ở EU do khẩu vị của người tiêu dùng châu Âu. Do đó, thị phần của cá tra chỉ ở mức khoảng 1~2%. (Hình 28)*
- *Truyền thông tiêu cực về cá tra Việt Nam, khiến cho thương hiệu cá tra Việt Nam tại thị trường EU không thu hút phần đông bộ phận người dân tiêu thụ.*

Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng xuất khẩu cá tra sang EU có thể bão hòa trong dài hạn. Nhu cầu cá tra của Việt Nam phụ thuộc vào biến động của nguồn cung các sản phẩm thay thế khác. Cá tra chỉ có thể hưởng lợi trong bối cảnh nguồn cung cá thịt trắng đánh bắt tự nhiên giảm trong ngắn hạn.

Hình 27. CAGR về tiêu thụ các loài cá nuôi tại EU đạt +2.95% trong giai đoạn 2016-21



Nguồn: EUMOFA, KISVN

Hình 28. Thị phần cá tra xuất khẩu sang EU chỉ ở mức 1~2%/năm do không có lợi thế cạnh tranh so với các loại cá khác

No.	2018	2019	2020	2021	2022	Loại cá	2023 (Thị phần & sản lượng nhập khẩu)	2023 ASPs (USD/kg)	CAGR sản lượng nhập khẩu 2017A-22A
1	26%	28%	30%	30%	29%	Cá hồi	28% 1,079,635,619	8.9	2.7%
2	28%	27%	26%	23%	23%	Cá Ngừ	21% 797,943,512	4.7	-3.2%
3	12%	11%	12%	10%	10%	Cá chích	11% 407,519,429	1.3	-0.9%
4	14%	14%	12%	12%	11%	Cá tuyết Alaska	10% 402,736,054	6.8	-6.2%
5	8%	8%	7%	7%	7%	Cá minh thái	7% 288,381,881	3.3	-1.5%
6	6%	6%	6%	6%	6%	Cá tuyết (Hake)	6% 218,129,061	3.9	2.4%
7	3.3%	3.2%	3.8%	3.2%	3.2%	Cá môi	3% 112,590,950	2.6	-1.4%
8	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.6%	Cá tuyết xanh	3% 97,339,756	3.4	8.0%
9	2.23%	2.36%	1.77%	0.67%	0.67%	Cá tuyết chấm đen	1% 27,466,633	3.3	-21.9%
10	2%	2%	1%	1%	2%	Cá tra	2% 82,250,000	2.8	0.4%

Nguồn: EUMOFA, KISVN tổng hợp & tính toán

2 Biên LN gộp của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hưởng lợi từ chi phí nguyên liệu giảm trong dài hạn

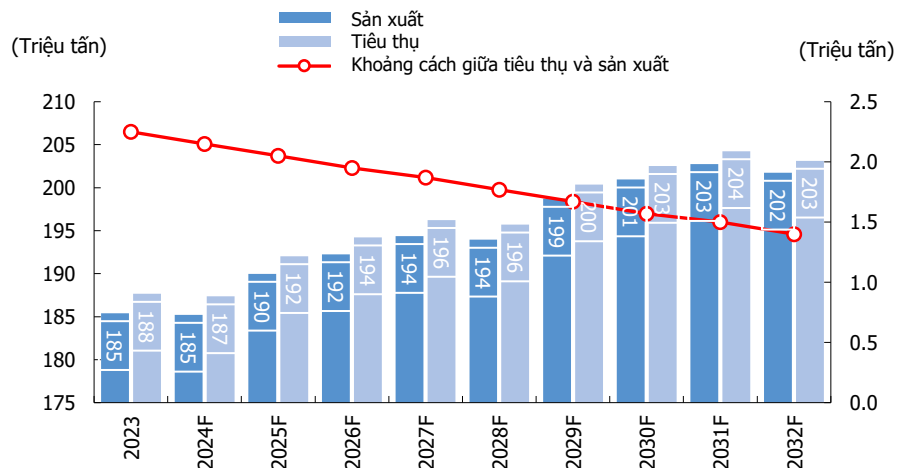
Dựa trên triển vọng dài hạn về tiêu thụ toàn cầu và lợi thế cạnh tranh của cá tra Việt Nam, chúng tôi dự báo tăng trưởng giá bán cá tra không có khả năng tăng giá bán và có xu hướng giao dịch quanh mức trung bình quá khứ trong giai đoạn 2025F-32F.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí sản xuất của các doanh nghiệp chế biến cá tra có thể ổn định nhờ sự tham gia sâu rộng của các doanh nghiệp lớn vào quá trình tự chủ nguyên liệu đầu vào. (Chi tiết sẽ được thảo luận trong phần 2.2). Do đó, chúng tôi vẫn đánh giá triển vọng tích cực đối với biên LN gộp của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra trong dài hạn.

2.1 Giá bán cá tra hạn chế khả năng tăng trưởng dài hạn do thiếu lợi thế cạnh tranh về tính khác biệt hóa

Theo dữ liệu từ FAO, nhu cầu đối với các sản phẩm thủy sản có thể vượt quá khả năng cung ứng tiềm năng (khoảng 1.5~2 triệu tấn, Hình 29). Tuy nhiên, đà tăng giá cá có thể chậm lại, xuất phát từ (1) áp lực cạnh tranh từ các nguồn protein khác, (2) khoảng cách giữa tiêu thụ và sản xuất sẽ thu hẹp. Do đó, CAGR đối với các sản phẩm thủy sản nói chung được dự báo đạt +0.3~0.5%.

Hình 29. Dự báo cung cầu thủy sản của FAO trong giai đoạn 2023-32F



Nguồn: FAO, KISVN

Tuy nhiên giá bán cá tra có xu hướng đi ngang do thiếu tính khác biệt về sản phẩm

Tuy nhiên, xét riêng giá bán cá tra, sản phẩm này không có sự khác biệt. Do đó, xu hướng giá tuân theo quy luật cung cầu. Chu kỳ tăng giá bán có thể ngắn vì nguồn cung nhanh chóng đáp ứng cầu (thời gian nuôi cá tra nguyên liệu khoảng 6~8 tháng). Ngoài ra, áp lực cạnh tranh với các nguồn protein khác có thể gia tăng. Do đó, chúng tôi tin rằng giá bán cá tra có khả năng sẽ dao động quanh mức giá bình quân giai đoạn các chu kỳ trước trong quá khứ.

2.2 Sản xuất cá tra trong nước – Nâng cao năng suất nhờ sự tham gia của doanh nghiệp đầu ngành

Thời tiết tác động trực tiếp đến nuôi trồng cá tra

Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn (NN&PTNT), vùng Đồng bằng sông Cửu Long là vùng nuôi cá tra chính (chiếm khoảng 90% sản lượng cá tra). Thổ nhưỡng ở vùng này rất thích hợp cho nuôi cá tra; tuy nhiên, cả doanh nghiệp lớn và người nuôi cá quy mô nhỏ đều gặp khó khăn về điều kiện thời tiết. Cụ thể, mùa khô hoặc mùa mưa kéo dài dẫn đến tình trạng xâm nhập mặn

Nguồn cung được dự báo ít biến động hơn so với trước đây do có sự tham gia từ các doanh nghiệp lớn

hoặc bùng phát dịch bệnh trên cá tra, kết quả là năng suất thả nuôi và tỷ lệ sống sót thấp hơn mức bình thường.

Vấn đề về hoạt động nuôi trồng phân mảnh và không có định hướng từ trước đến nay đã khiến nguồn cung cá tra biến động. Phần lớn đến từ các hộ nuôi cá tra quy mô nhỏ (chiếm 30~40% nguồn cung, theo VASEP). Tuy nhiên, sự tham gia sâu rộng của các doanh nghiệp đầu ngành sẽ góp phần giúp cho nguồn cung ổn định hơn, nhờ vào (1) nguyên liệu đầu vào đạt chất lượng cao (cá giống, thức ăn chăn nuôi...) từ nguồn tự cung tự cấp hoặc tận dụng lợi thế về quy mô để mua từ các nhà sản xuất với giá bán thấp hơn (2) hệ thống được quản lý tốt để giảm tỷ lệ chuyển đổi thức ăn (FCR), do đó tiết kiệm chi phí thức ăn trong quá trình nuôi cá tra nguyên liệu.

Hiện nay, các doanh nghiệp lớn tập trung vào việc cải thiện tỷ lệ tự cung tự cấp ở các vùng nuôi hoặc hình thành quan hệ đối tác với các hộ nuôi cá tra quy mô nhỏ để đạt năng suất cao hơn và đảm bảo nguồn cung. Từ đó hỗ trợ biên LN gộp của các doanh nghiệp chế biến cá tra duy trì ổn định.

Bảng 5. Từng bước, các doanh nghiệp lớn đang nâng cao khả năng tự chủ cá tra nguyên liệu, đảm bảo chất lượng và nguồn cung

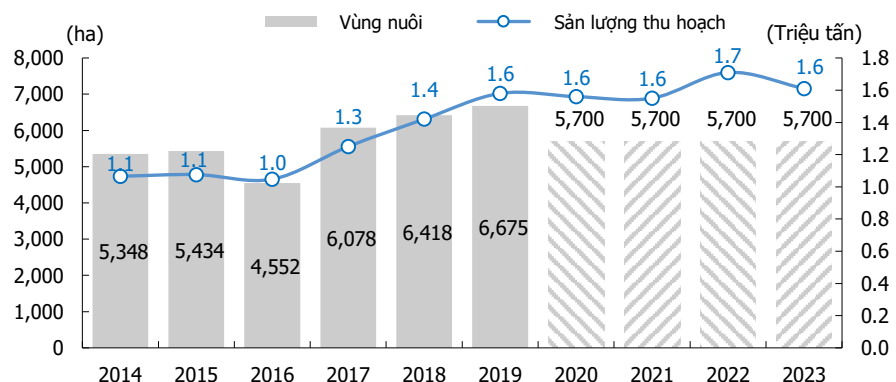
Công ty	Diện tích vùng nuôi (ha)	Tỷ lệ tự cung tự cấp nguyên liệu (%)
VHC	780	75
ANV	1,000	100
IDI	350	85
GODACO	300	100
Biển Đông	300	100

Nguồn: Dữ liệu công ty, VASEP, KISVN

Sản lượng cá tra có khả năng tăng với CAGR đạt +2~3% trong giai đoạn 2025F-30F

Do đó, thị trường đang có sự tập trung đáng kể hơn trước. Cụ thể, sau sự bùng nổ của ngành nuôi trồng thủy sản trong giai đoạn 2017-19, diện tích vùng nuôi cá tra đã ổn định ở mức khoảng 5,700ha. Chúng tôi dự báo diện tích vùng nuôi sẽ ổn định ở mức 5,700ha và sản lượng cá tra được dự báo tăng trưởng với CAGR đạt mức +2~3% vào giai đoạn 2025F-30F (khoảng 1.8~2 triệu tấn), theo “Chiến lược phát triển ngành nuôi trồng thủy sản đến năm 2020 và tầm nhìn 2030”.

Hình 30. Diện tích thả nuôi cá tra không thể mở rộng với tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ như trước đây, trong khi sản lượng dự kiến sẽ tăng nhẹ ở mức CAGR là +2~3%



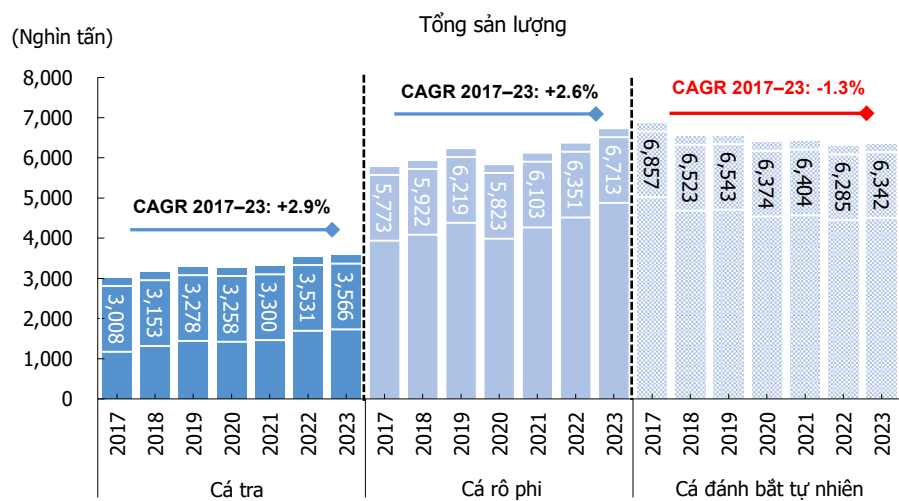
Nguồn: MARD, VASEP, KISVN

Chiếm ưu thế về nguồn cung cá tra, nhưng vẫn đối mặt với rủi ro cạnh tranh từ cá rô phi

VIII. Rủi ro cần cân nhắc

Cá tra Việt Nam phải đối mặt với rủi ro cạnh tranh với các sản phẩm cá thịt trắng khác (bao gồm cá rô phi, cá đánh bắt tự nhiên...). Về các sản phẩm thay thế, sự tăng trưởng các sản phẩm thay thế từ đánh bắt tự nhiên có thể bị hạn chế do hạn ngạch đánh bắt được các cơ quan quản lý áp đặt để bảo vệ hệ sinh thái biển, với CAGR đạt -1.3%. Tuy nhiên, cá tra vẫn đối mặt với sự cạnh tranh từ nguồn cung các loài nuôi (đặc biệt là cá rô phi), sản lượng cá rô phi chứng kiến sự tăng trưởng với CAGR đạt +2.6% trong giai đoạn 2017-23, theo dữ liệu từ Rabobank. Do đó, chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng vẫn tiếp tục trong giai đoạn 2023-30F nhờ vào việc mở rộng nuôi trồng thủy sản và tăng trưởng dài hạn của tiêu thụ cá toàn cầu.

Hình 31. Sản xuất cá tra đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ cá rô phi



Nguồn: Rabobank, Groundfish Forum, KISVN

Rủi ro lớn nhất mà các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra sang Mỹ phải đối mặt là thuế chống bán phá giá

Bộ Thương mại Hoa Kỳ (US DOC) xem xét thuế chống bán phá giá đối với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng năm, do đó, những thay đổi dẫn đến tăng thuế có thể tác động đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp này. Hiện tại, theo POR19, chỉ có VHC được duy trì mức thuế 0% do đáp ứng đủ các yêu cầu khắt khe của thị trường này, các doanh nghiệp khác phải chịu mức thuế dao động trong khoảng USD0.14/kg đến USD2.39/kg.

Bảng 6. Thuế chống bán phá giá cá tra của Mỹ có thể đe dọa hoạt động xuất khẩu của các doanh nghiệp chế biến cá tra Việt Nam

Công ty	POR 16 (USD/kg)	POR 17 (USD/kg)	POR 18 (USD/kg)	POR 19 (USD/kg)
VHC	0	0	0	0
ANV	0.09	0	0	0.14
IDI	2.39	2.39	2.39	0.14
Khác	2.39	2.39	2.39	2.39

Nguồn: US DOC, KISVN

IX. Kết luận và khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **NĂNG TỶ TRỌNG** đối với triển vọng của ngành cá tra:

- Trong 2H24F, kim ngạch xuất khẩu cá tra có thể đánh dấu sự phục hồi rõ nét do hiệu ứng mức nền xuất khẩu thấp so với cùng kỳ năm trước và tăng trưởng sản lượng xuất khẩu cao như đã thấy trong 6T24. Điểm sáng đến từ thị trường Mỹ, sự tăng trưởng mạnh mẽ tại thị trường này được hưởng lợi từ tình trạng thiếu hụt nguồn cung cá rô phi và sự phục hồi nhu cầu tiêu dùng. Ngược lại, thị trường EU và Trung Quốc có thể sẽ tiếp tục mờ nhạt, cạnh tranh gay gắt với các loài cá thịt trắng khác và chưa có chất xúc tác phục hồi trong tiêu dùng là những yếu tố chính ảnh hưởng đến sản lượng xuất khẩu và giá bán cá tra.
- Năm 2025F, triển vọng của ngành cá tra có thể tươi sáng hơn và chúng tôi kỳ vọng rằng ngành sẽ bước vào chu kỳ tăng trưởng, đặc biệt là việc phục hồi mạnh mẽ của giá bán cá tra tại các thị trường chính. Những dự báo này dựa trên kỳ vọng về tình trạng mất cân bằng cung cầu. Cụ thể, nguồn cung cá tra nguyên liệu có thể sẽ giảm vào năm 2025F do diện tích thả nuôi bị thu hẹp. Cùng với đó, nhu cầu cá tra tại các thị trường chính (Mỹ, EU và Trung Quốc) có thể sẽ trở nên sôi động hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng kết quả kinh doanh của ngành có thể tăng trưởng mạnh mẽ.
- Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc có khả năng tăng trưởng mạnh mẽ (CAGR đạt +9~10%) nhờ triển vọng tăng trưởng cao từ kênh dịch vụ ăn uống (các chuỗi nhà hàng). Bên cạnh đó, xuất khẩu cá tra sang Mỹ chứng kiến mức tăng trưởng vừa phải bằng với mức tăng trưởng tiêu thụ thủy sản hàng năm (CAGR đạt +2~3%). Ngoài ra, nhiều Hiệp định FTAs có hiệu lực đóng vai trò là động lực tốt cho tăng trưởng của ngành trong trung và dài hạn. Trong khi đó, thị trường EU có thể sẽ phải đối mặt với nhiều thử thách do sự cạnh tranh gay gắt từ các loài cá đánh bắt tự nhiên trong cùng phân khúc. Về giá bán cá tra dài hạn, chúng tôi kỳ vọng sẽ ít biến động hơn so với trước đây do sự tập trung của ngành ngày càng cao (chuyển từ nuôi quy mô nhỏ sang các doanh nghiệp lớn) cùng với nhu cầu ổn định nhờ vào tình trạng cân bằng giữa cung và cầu.

Khuyến nghị cổ phiếu: Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với VHC (GMT: 88,400 đồng, tăng: +20.1% so với giá đóng cửa ngày 30/08/2024) và đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với ANV (GMT: 38,150 đồng, tăng: +19.6% so với giá đóng cửa ngày 30/08/2024) trong trung và dài hạn. Trong khi đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với IDI do lo ngại về các rủi ro liên quan đến các khoản đầu tư không hiệu quả vào các lĩnh vực kinh doanh không cốt lõi và các khoản cho vay lớn liên quan đến tập đoàn mẹ.

Khuyến nghị đầu tư

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

CTCP Nam Việt (ANV)

CTCP IDI (IDI)

CTCP Vĩnh Hoàn. (HSX: VHC)

MUA (Duy trì), GMT 88,400 đồng

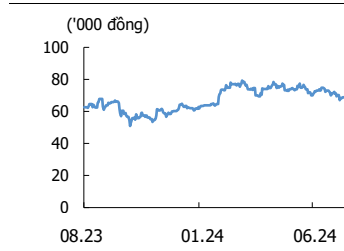
		Năm	Sales	OP	NP	EPS	% Thay đổi	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	DY
		T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Giá cp (30/08, đồng)	73,600												
Vốn hóa (triệu USD)	664												
SLCP lưu hành (triệu)	224												
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	79,300/50,926												
GTGD TB 6T (triệu USD)	2.71	2022A	13,231	2,254	1,975	10,771	79.7	2,712	11.1	5.8	1.3	29.7	2.9
Tỷ lệ CP tự do (%)	49.8	2023A	10,033	969	919	4,914	(53.5)	1,646	14.3	14.6	1.7	11.6	2.6
Sở hữu NN (%)	30.1	2024F	11,985	1,246	1,215	5,422	32.2	2,038	12.8	13.3	1.8	14.0	3.4
Cổ đông lớn (%)		2025F	14,903	2,002	1,655	7,384	36.2	2,645	9.4	8.3	1.6	17.3	3.4
Trương Thị Lệ Khanh	43.2	2026F	14,687	2,038	1,702	7,592	2.8	2,764	9.2	8.1	1.5	16.0	3.4
Mitsubishi Corp	6.4												
Dragon Capital	6.8												

Đón nhận thành quả từ chu kỳ mới

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	3.7	0.4	17.6
Tương quan VNI (%)	0.5	(2.3)	11.0

Biến động giá



MUA và GMT: 88,400 đồng: Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với VHC trong trung và dài hạn, với GMT là 88,400 đồng (Tăng: +20.1% so với giá đóng cửa ngày 30/08/2024). Ước tính mới của chúng tôi cho thấy CAGR của LN-ST-CTM đạt +18.3% trong giai đoạn 2024F-26F. Định giá DCF của chúng tôi dựa trên các giả định sau: (1) lãi suất phi rủi ro là 3.48%, (2) beta là 1.14, (3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 7.8%, và (4) tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

Kết quả kinh doanh sẽ khởi sắc vào năm 2H24F và tăng cao trong 2025F:

Trong năm 2024F, chúng tôi ước tính doanh thu và LN-ST-CTM sẽ lần lượt đạt là 11,985 tỷ đồng (tăng +19.5% n/n) và 1,215 tỷ đồng (tăng +32.2% n/n). Như đã thảo luận trong phần triển vọng ngành 2024F, chúng tôi kỳ vọng thị trường Mỹ sẽ đóng vai trò chủ đạo trong việc dẫn dắt đà phục hồi mạnh mẽ xuất khẩu cá tra của VHC. Giá bán cá tra có khả năng phục hồi chậm do người tiêu dùng vẫn thận trọng trong việc chi tiêu, trong khi chi phí đầu vào (thức ăn chăn nuôi) dự kiến sẽ giảm, từ đó hỗ trợ biên LN gộp của VHC dần cải thiện từ 2H24F.

Trong năm 2025F, dự kiến nhu cầu tiêu dùng sẽ sôi động trở lại. Thêm vào đó, nguồn cung cá tra tăng chậm trong năm 2025F, có thể dẫn đến mất cân bằng cung cầu. Do đó, giá bán cá tra có khả năng sẽ bước vào chu kỳ tăng trưởng vào năm 2025F và hỗ trợ biên LN gộp của VHC mở rộng (đạt 18.8%, tăng +3.6điểm n/n). Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu và LN-ST-CTM của VHC có thể lần lượt đạt 14,903 tỷ đồng (tăng +24% n/n) và 1,655 tỷ đồng (tăng +36.2% n/n).

Duy trì vị thế dẫn đầu tại thị trường Mỹ. Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng VHC có thể tiếp tục duy trì thị phần cao tại Mỹ, nhờ vào (1) Được hưởng mức thuế chống bán phá giá bằng 0% so với các đối thủ cạnh tranh khác và (2) Thương hiệu và kênh phân phối đã được xây dựng vững chắc.

Rủi ro về nhu cầu tiêu thụ yếu hơn dự kiến tại các thị trường chính, có thể cản trở đà hồi phục hoạt động kinh doanh của VHC. Cụ thể, mức tiêu thụ chậm có thể khiến giá bán cá tra duy trì ở mức thấp, qua đó làm giảm biên LN gộp của VHC.

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn được thành lập năm 1997 tại tỉnh Đồng Tháp. Công ty chuyên về nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu các sản phẩm liên quan đến cá tra, các sản phẩm Collagen & Gelatin. Từ năm 2010, VHC đã trở thành công ty hàng đầu trong ngành cá tra, chiếm 14% thị phần ngành. Các sản phẩm có mặt tại các chuỗi bán lẻ nổi tiếng và phân phối tại các công ty dịch vụ thực phẩm hàng đầu trên thế giới.

ĐỊNH GIÁ VÀ DỰ PHÓNG

Chi phí VCSH - giả định	%	WACC - giả định	%
Chi tiêu		Chi tiêu	
Beta	1.14	Chi phí sử dụng vốn vay	5.7
Lãi suất phi rủi ro	3.48	Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu	10
Phần bù rủi ro VCSH	7.8	Thuế TNDN	15
Chi phí VCSH	12.4	WACC	10.8

Nguồn: KISVN

Nguồn: KISVN

Tổng hợp định giá FCFE

	tỷ đồng						
FCFE	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT x (1-thuế TNDN)	1,259	1,703	1,735	1,950	2,089	1,901	1,754
cộng: khấu hao	404	464	525	593	740	806	832
trừ: capex	(549)	(881)	(897)	(1,006)	(1,077)	(980)	(386)
(tăng) / giảm vốn lưu động	444	(1,013)	100	174	12	139	60
trừ: khen thưởng & phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-
cộng: nợ vay ròng	93	95	(63)	(52)	(2)	(47)	(21)
FCFE	1,651	368	1,400	1,659	1,761	1,819	2,239
GTHT các khoản FCFE	542	315	1,065	1,123	1,061	976	1,069
Lũy kế GTHT các khoản FCFE trong 7 năm	6,151						
Terminal value	11,747						
FCFE	88,000						

Nguồn: KISVN

Tổng hợp định giá FCFE

	tỷ đồng						
FCFF	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT x (1-thuế TNDN)	1,259	1,703	1,735	1,950	2,089	1,901	1,754
cộng: khấu hao	404	464	525	593	740	806	832
trừ: capex	(549)	(881)	(897)	(1,006)	(1,077)	(980)	(386)
(tăng) / giảm vốn lưu động	444	(1,013)	100	174	12	139	60
trừ: khen thưởng & phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-
Cộng: lãi vay x (1-thuế TNDN)	114	112	116	117	114	112	111
FCFF	1,673	386	1,579	1,828	1,877	1,978	2,371
GTHT các khoản FCFE	552	336	1,236	1,283	1,179	1,111	1,189
Lũy kế GTHT các khoản FCFE trong 7 năm	6,886						
Terminal value	14,044						
FCFE	88,900						

Nguồn: KISVN

CĐKT

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	7,640	7,888	8,736	9,806	10,598
Tiền và tương đương tiền	553	233	1,397	1,323	2,225
Khoản phải thu	2,330	1,578	2,367	2,943	2,900
Hàng tồn kho	2,818	3,763	2,610	3,107	3,045
Tài sản dài hạn (đ/c)	7,087	7,655	7,338	8,483	8,373
Tài sản cố định	2,824	3,383	3,528	3,945	4,317
Đầu tư tài chính	66	67	67	67	67
Khác	1,053	604	690	819	810
Tổng tài sản	11,583	11,943	13,021	14,637	15,792
Người mua trả tiền trước	23	16	20	24	24
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	448	309	415	516	508
Khác	1,014	750	897	1,115	1,099
Nợ vay ngắn hạn	2,214	2,157	2,285	2,415	2,383
Nợ vay dài hạn	175	102	67	32	-
Tổng nợ và phải trả	3,889	3,351	3,703	4,126	4,039
VCSH	7,523	8,348	9,002	10,097	11,238
Vốn điều lệ	1,834	1,870	1,870	1,870	1,870
Thặng dư vốn	264	264	264	264	264
Qũy khác	0	0	0	0	0
LN giữ lại	5,426	6,213	6,868	7,963	9,104
Lợi ích cổ đông thiểu số	171	244	316	414	515
Tổng VCSH	7,694	8,591	9,318	10,511	11,753

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Dòng tiền hoạt động	1,604	547	1,796	1,096	2,224
LN ròng	2,323	1,145	1,502	2,045	2,103
Khấu hao	327	402	404	464	525
Tăng VLD ròng	3,064	1,502	1,653	2,468	2,565
Dòng tiền đầu tư	(1,528)	(793)	(164)	(704)	(698)
Tài sản cố định	(1,122)	(672)	(504)	(881)	(897)
Đầu tư tài chính	(407)	(121)	340	177	199
Dòng tiền tài chính	284	(73)	(468)	(466)	(624)
Tăng vốn chủ	154	57	-	-	-
Tăng nợ	-	(129)	128	130	(31)
Chi trả cổ tức	(367)	-	(560)	(560)	(560)
Khác	(2)	(2)	-	-	-
Tăng tiền mặt	358	(320)	1,164	(74)	902

KQKD

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	13,231	10,033	11,985	14,903	14,687
Giá vốn hàng bán	10,255	8,540	10,169	12,106	11,864
Lợi nhuận gộp	2,976	1,493	1,816	2,798	2,822
Chi phí BH & QLDN	721	524	570	796	784
LN hoạt động	2,254	969	1,246	2,002	2,038
Doanh thu tài chính	434	377	404	177	199
Thu nhập lãi	81	117	146	175	197
Chi phí tài chính	370	229	196	136	136
Chi phí lãi vay	97	133	131	136	136
LN khác	4	27	45	-	-
Lãi (lỗ) từ LN&LK	0	1	2	2	2
LNTT	2,323	1,145	1,502	2,045	2,103
Thuế TNDN	310	171	215	292	301
LNST	2,013	974	1,287	1,753	1,803
LNST công ty mẹ	1,975	919	1,215	1,655	1,702
EBITDA	2,712	1,646	2,038	2,645	2,764

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Dữ liệu trên mỗi CP					
EPS	10,771	4,914	5,422	7,384	7,592
BPS	41,027	44,629	40,165	45,049	50,141
DPS	2,000	1,961	2,500	2,500	2,500
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	46.1	(24.2)	19.5	24.3	(1.5)
LN hoạt động	88.0	(57.0)	28.6	60.6	1.8
LN ròng	81.9	(51.6)	32.2	36.2	2.8
EPS	79.7	(53.5)	32.2	36.2	2.8
EBITDA	88.0	(57.0)	28.6	60.6	1.8
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	17.0	9.7	10.4	13.4	13.9
Biên LN ròng	15.2	9.7	10.7	11.8	12.3
Biên EBITDA	17.0	9.7	10.4	13.4	13.9
ROA	19.8	8.3	10.3	12.7	11.8
ROE	29.7	11.6	14.0	17.3	16.0
Suất sinh lợi cổ tức	2.9	2.6	3.4	3.4	3.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức	16	51	33	19	40
Đòn bẩy					
Nợ ròng (tỷ đồng)	1,835	2,026	955	1,124	158
Nợ ròng/VCSH (%)	24	24	10	11	1
Định giá (x)					
PE	11.1	14.3	12.8	9.4	9.2
PB	1.3	1.7	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.8	14.6	13.3	8.3	8.1

CTCP Nam Việt (HSX: ANV)

MUA (Định giá lần đầu), GMT 38,150 đồng

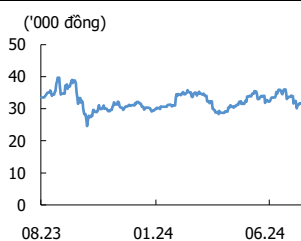
		Năm	DT	LNHD	LNST	EPS	% thay đổi	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	DY
		T12	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(ĐỒNG)	(n/n)	(Tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Giá cp (30/08, đồng)	31,900												
Vốn hóa (triệu USD)	171												
SLCP lưu hành (triệu)	133												
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	39,700/24,600	2022A	4,897	864	676	5,302	424.0	978	11.1	5.1	1.3	25.9	4.4
GTGD TB 6T (triệu USD)	2.37	2023A	4,439	183	39	293	(94.2)	325	105.6	32.5	1.5	1.4	3.1
Tỷ lệ CP tự do (%)	31.3	2024F	4,458	308	192	1,437	390.1	495	22.1	19.0	1.4	6.5	-
Sở hữu NN (%)	1.0	2025F	5,147	735	542	4,051	182.0	906	7.8	8.0	1.2	16.4	-
Cổ đông lớn (%)		2026F	5,147	743	559	4,184	3.3	945	7.6	7.9	1.0	14.5	-
Doãn Tới	53.9												
Doãn Chí Thanh	12.9												
Doãn Chí Thiện	3.1												

Chờ tín hiệu phục hồi từ thị trường Trung Quốc

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(5.9)	(6.9)	(4.6)
Tương quan VNI (%)	(9.1)	(9.6)	(11.2)

Biến động giá



MUA và GMT: 38,150 đồng: Chúng tôi định giá lần đầu cổ phiếu ANV và khuyến nghị MUA trong trung và dài hạn, với GMT là 38,150 đồng (Tăng: +19.6% so với giá đóng cửa ngày 30/08/2024). Định giá DCF của chúng tôi dựa trên các giả định sau (1) lãi suất phi rủi ro là 3.48%, (2) beta là 1.4, (3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 7.8% và (4) tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%..

2025F – LNST cải thiện nhờ vào chu kỳ tăng trưởng toàn ngành

Như chúng tôi đã thảo luận trong báo cáo triển vọng ngành, chúng tôi tin rằng nhu cầu của người tiêu dùng (bao gồm cả Trung Quốc, thị trường chính của ANV) khởi sắc cùng với sự cải thiện mạnh mẽ của giá bán do khả năng thiếu hụt cá tra nguyên liệu, với doanh thu đạt 5,147 tỷ đồng (tăng +15.5%/n/n). ANV được hưởng lợi nhiều nhất do khả năng tự cung tự cấp đến 100% cá tra nguyên liệu, đảm bảo đáp ứng nhu cầu xuất khẩu và duy trì chi phí đầu vào ổn định. Chúng tôi dự báo biên LN gộp của ANV đạt 20.2% (tăng +7.6đpđ n/n). LNST-CTM dự kiến ghi nhận đạt 542 tỷ đồng (gấp +1.82 lần n/n).

Xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc dự kiến sẽ duy trì với tốc độ tăng trưởng cao, thúc đẩy đà tăng dài hạn của ANV. Mặc dù công ty phải đối mặt áp lực cạnh tranh gay gắt, nhưng các kênh phân phối đã được thiết lập tại thị trường này cho phép ANV duy trì vị thế cạnh tranh của mình. Năm 2023, ANV nắm giữ khoảng 8~9% thị phần xuất khẩu tại Trung Quốc.

Tiềm năng mở rộng sang thị trường Mỹ: ANV đang bắt đầu quay trở lại thị trường Mỹ, thông qua việc công ty đang dần xây dựng các kênh phân phối và khôi phục các lô hàng xuất khẩu sang Mỹ. Đáng chú ý, trong 7T24, ANV đã xuất khẩu 3.5 nghìn tấn (tăng +45% n/n, chiếm 5.5% tổng sản lượng xuất khẩu cá tra sang Mỹ). Trong trung và dài hạn, chúng tôi tin rằng ANV có tiềm năng mở rộng sự hiện diện của mình tại thị trường Mỹ, được hỗ trợ bởi mức thuế chống bán phá giá thấp. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, cần nhiều thời gian hơn để chứng minh sự hiệu quả, vì thị trường Mỹ đặt ra yêu cầu chất lượng khắt khe hơn so với các thị trường truyền thống khác.

Rủi ro khi tỷ lệ tự cung tự cấp 100% nguồn cung cá tra nguyên liệu có thể là con dao hai lưỡi. Đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu giảm, điều này có thể dẫn đến rủi ro cao liên quan đến mức tồn kho tăng. Ngoài ra, mức độ sử dụng đòn bẩy hoạt động cao (DOL) có thể tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh nếu triển vọng chung của ngành vẫn không thuận lợi

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Nam Việt (ANV: HSX) là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn thứ 3 Việt Nam với chuỗi giá trị bắt đầu từ khâu nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu. Nam Việt đang tập trung vào thị trường Trung Quốc, ASEAN và EU, chiếm hơn 65% tổng doanh thu xuất khẩu mỗi năm. Nam Việt đã nhanh chóng mở rộng quy mô công suất thông qua việc ra mắt khu nuôi trồng công nghệ cao Bình Phú.

ĐỊNH GIÁ VÀ DỰ PHÓNG

Chi phí VCSH - giả định		%	WACC - giả định		%
Chi tiêu			Chi tiêu		
Beta	1.40		Chi phí sử dụng vốn vay	7.13	
Lãi suất phi rủi ro	3.48		Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu	30	
Phần bù rủi ro VCSH	7.8		Thuế TNDN	15	
Chi phí VCSH	14.4		WACC	11.3	

Nguồn: KISVN

Nguồn: KISVN

Tổng hợp định giá FCFE

	tỷ đồng						
FCFE	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT x (1-thuế TNDN)	184	515	522	556	626	652	673
cộng: khấu hao	131	150	169	189	154	176	200
trừ: capex	(74)	(177)	(179)	(189)	(210)	(218)	(224)
(tăng) / giảm vốn lưu động	362	15	(72)	(95)	(82)	(73)	(70)
trừ: khen thưởng & phúc lợi	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
cộng: nợ vay ròng	(242)	(16)	17	41	57	49	47
FCFE	360	486	457	502	544	585	624
GTHT các khoản FCFE	117	406	333	321	303	285	266
Lũy kế GTHT các khoản FCFE trong 7 năm	2,032						
Terminal value							2,924
FCFE							38,150

Tổng hợp định giá FCFF

	tỷ đồng						
FCFF	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT x (1-thuế TNDN)	184	515	522	556	626	652	673
cộng: khấu hao	131	150	169	189	154	176	200
trừ: capex	(74)	(177)	(179)	(189)	(210)	(218)	(224)
(tăng) / giảm vốn lưu động	362	15	(72)	(95)	(82)	(73)	(70)
trừ: khen thưởng & phúc lợi	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
cộng: lãi vay x (1-thuế TNDN)	112	109	101	101	102	105	108
FCFF	714	611	541	562	589	641	685
GTHT các khoản FCFF	234	528	416	384	357	343	324
Lũy kế GTHT các khoản FCFF trong 7 năm	2,586						
Terminal value							4,281
FCFF							38,000

Nguồn: KISVN

CĐKT

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính.	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	3,255	2,951	3,021	3,559	4,133
Tiền và tương đương tiền	31	40	408	927	1,422
Khoản phải thu	435	369	491	441	454
Hàng tồn kho	2,333	2,347	1,971	2,027	2,091
Tài sản dài hạn (đ/c)	3,224	2,911	2,613	2,632	2,711
Tài sản cố định	1,102	1,032	975	1,003	1,013
Đầu tư tài chính	76	72	72	72	72
Khác	1,034	1,058	1,052	1,073	1,077
Tổng tài sản	5,467	5,113	5,121	5,707	6,295
Người mua trả trước	16	10	10	12	12
Doanh thu chưa thực hiện	-	1	-	-	-
Phải trả người bán	277	173	245	283	291
Khác	356	135	135	156	161
Nợ vay ngắn hạn	1,769	1,784	1,573	1,587	1,635
Nợ vay dài hạn	153	145	114	84	53
Tổng nợ và phải trả	2,586	2,265	2,081	2,126	2,156
VCSH	2,882	2,848	3,040	3,581	4,139
Vốn điều lệ	1,275	1,335	1,335	1,335	1,335
Thặng dư	21	21	21	21	21
Quý khác	(27)	(28)	(28)	(28)	(28)
LN giữ lại	1,613	1,519	1,710	2,251	2,810
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng VCSH	2,882	2,848	3,040	3,581	4,139

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính.	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Dòng tiền hoạt động	268	(82)	614	676	608
LN ròng	776	64	235	637	658
Khấu hao	121	115	131	150	169
Tăng VLĐ ròng	988	320	424	870	897
Dòng tiền đầu tư	57	416	(4)	(141)	(130)
Tài sản cố định	(221)	106	(74)	(177)	(179)
Đầu tư tài chính	278	310	70	36	49
Dòng tiền tài chính	(333)	(326)	(242)	(16)	17
Tăng vốn chủ	-	60	-	-	-
Tăng nợ	-	(40)	(211)	15	48
Chi trả cổ tức	(157)	(219)	-	-	-
Khác	(1)	(0)	-	-	-
Tăng tiền mặt	(9)	9	369	519	495

KQKD

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính.	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	4,897	4,439	4,458	5,147	5,293
Giá vốn hàng bán	3,561	3,992	3,838	4,110	4,239
LN gộp	1,336	447	620	1,038	1,054
Chi phí BH & QLDN	472	264	312	302	311
LN hoạt động	864	183	308	735	743
Doanh thu tài chính	80	32	39	36	49
Thu nhập lãi	37	12	14	36	49
Chi phí tài chính	188	165	97	119	119
Chi phí lãi vay	105	137	129	119	119
LN khác	20	18	-	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	-	(4)	(2)	(2)	(2)
LNTT	776	64	235	637	658
Thuế TNDN	100	25	43	96	99
LNST	676	39	192	542	559
LNST công ty mẹ	676	39	192	542	559
EBITDA	978	325	495	906	945

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính.	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Dữ liệu trên mỗi CP					
EPS	5,302	293	1,437	4,051	4,184
BPS	22,604	21,326	22,763	26,814	30,998
DPS	1,000	1,000	1,600	-	-
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	40.2	(9.4)	0.4	15.5	2.8
LN hoạt động	300.0	(78.8)	68.1	138.6	1.0
LN ròng	424.0	(94.2)	390.1	182.0	3.3
EPS	424.0	(94.2)	390.1	182.0	3.3
EBITDA	300.0	(78.8)	68.1	138.6	1.0
Khả năng sinh lợi(%)					
Biên LN hoạt động	17.6	4.1	6.9	14.3	14.0
Biên LN ròng	13.8	0.9	4.3	10.5	10.6
Biên EBITDA	17.6	4.1	6.9	14.3	14.0
ROA	13.1	0.7	3.8	10.0	9.3
ROE	25.9	1.4	6.5	16.4	14.5
Suất sinh lợi cổ tức	4.4	3.1	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức					
Đòn bẩy					
Nợ ròng (tỷ đồng)	1,891	1,889	1,279	744	266
Nợ ròng/VCSH (%)	66	66	42	21	6
Định giá (x)					
PE	11.1	105.6	22.1	7.8	7.6
PB	1.3	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	5.1	32.5	19.0	8.0	7.9

CTCP IDI Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia I.D.I (HSX: IDI)

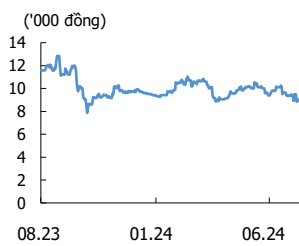
NĂM GIỮ (Định giá lần đầu)

		Năm	DT	LNHĐ	LNST	EPS	% Thay đổi	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	DY
		T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Giá cp (30/08, đồng)	9,760												
Vốn hóa (triệu USD)	107												
SLCP lưu hành (mn)	273												
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	12,834/7,867	2022A	7,931	726	563	2,404	300.6	970	11.1	6.8	1.3	17.7	13.8
GTGD TB 6T (triệu USD)	1.08	2023A	7,221	303	73	254	(89.4)	618	35.4	18.4	0.8	1.8	-
Tỷ lệ CP tự do (%)	43.4	2024F	7,835	283	83	288	13.3	661	32.1	20.4	0.8	2.0	-
Sở hữu NN (%)	1.0	2025F	8,319	472	233	807	180.6	848	11.4	12.2	0.8	5.4	-
Cổ đông lớn (%)		2026F	7,951	468	254	879	8.9	862	10.5	12.3	0.7	5.6	1.9
CTCP Sao Mai	42.7												
Nguyễn Thanh Hải	4.4												

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	3.3	(8.5)	(15.7)
Tương quan VNI (%)	0.1	(11.3)	(22.4)

Biến động giá



Thị trường Trung Quốc là động lực tăng trưởng dài hạn

NĂM GIỮ với GMT: 11,000 đồng: Chúng tôi định giá lần đầu cổ phiếu IDI và khuyến nghị NĂM GIỮ, với GMT là 11,000 đồng. Định giá DCF của chúng tôi dựa trên các giả định sau (1) lãi suất phi rủi ro là 3.48%, (2) beta là 1.56, (3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 7.8% và (3) tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

2024F – Động lực tăng trưởng từ sản lượng xuất khẩu phục hồi: Chúng tôi dự báo doanh thu đạt 7,835 tỷ đồng (tăng +8.5% n/n). Cụ thể, mảng xuất khẩu cá tra dự kiến đóng góp khoảng 3,108 tỷ đồng (tăng +7.3% n/n), với sản lượng cá tra đạt 55,400 tấn (tăng +9.4% n/n). Đà tăng trưởng này chủ yếu nhờ vào Mexico (tăng +30% n/n) và tăng +4% n/n sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc.

Sự tăng trưởng nhanh về sản lượng một phần là nhờ vào chiến lược giá bán hợp lý. Giá bán của IDI được dự báo ở mức khoảng USD2/kg (giảm -4.2% n/n). Mặc dù giá bán dự kiến sẽ giảm nhẹ, nhưng sẽ được bù đắp từ sự sụt giảm trong chi phí cá tra nguyên liệu đầu vào. Biên LN gộp sẽ duy trì ở mức 10.5% (giảm -0.2đp n/n). LNST-CTM dự kiến đạt 64 tỷ đồng (tăng +9% n/n).

2025F – Kỳ vọng giá bán cao dẫn dắt tăng trưởng: Chúng tôi dự báo sản lượng cá tra đạt 22.4 nghìn tấn (tăng +4.9% n/n) với giá bán đạt USD2.25/kg (tăng +10.2% n/n). Dự báo giá bán sẽ cải thiện do tình trạng mất cân bằng cung-cầu, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp cho mảng chế biến cá tra sẽ cải thiện lên mức 15.8% (tăng +5.3đp n/n), đưa LNST-CTM lên mức 217 tỷ đồng (tăng +2.4 lần n/n).

Triển vọng dài hạn của IDI phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt: Chúng tôi cho rằng Trung Quốc là động lực tăng trưởng chính của IDI trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, sự cạnh tranh gay gắt ở thị trường này có thể cản trở tăng trưởng xuất khẩu của IDI.

Rủi ro cần cân nhắc:

Đa dạng hóa lĩnh vực đầu tư: Trong giai đoạn 2020-23, IDI đã thực hiện một số khoản đầu tư ngoài mảng kinh doanh cốt lõi, bao gồm (1) Trồng cao su (tổng vốn đầu tư 392 tỷ đồng), (2) Điện mặt trời (tổng vốn đầu tư 246 tỷ đồng) và (3) Dự án Bình Long tại An Giang (tổng vốn đầu tư 401 tỷ đồng). Tuy nhiên không có khoản đầu tư nào trong số này tạo ra giá trị gia tăng cho công ty. Với thời gian triển khai kéo dài, chúng tôi lo ngại về hiệu quả của các dự án này

Các khoản phải thu công ty mẹ tăng cao: Từ năm 2022, báo cáo tài chính của IDI đã bao gồm các khoản phải thu từ việc cho vay Tập đoàn Sao Mai - ASM (công ty mẹ của IDI) (khoảng 334 tỷ đồng). Đến cuối 2Q24, khoản vay này đã tăng lên 530 tỷ đồng.

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Quốc tế I.D.I (IDI: HSX) chuyên về nuôi, chế biến và xuất khẩu cá tra, sở hữu Nhà máy chế biến số 1 với công suất 600 tấn/ngày. IDI nằm trong top 5 doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam, với nhà máy tinh chế dầu cá có công suất 100 tấn/ngày, các trang trại nuôi cá tra đạt tiêu chuẩn Global GAP, ASC và BAP.

ĐỊNH GIÁ VÀ DỰ PHÓNG

Chi phí VCSH - giả định		%	WACC - giả định		%
Chi tiêu			Chi tiêu		
Beta	1.56		Chi phí sử dụng vốn vay	8.53	
Lãi suất phi rủi ro	3.48		Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu	60	
Phần bù rủi ro VCSH	7.8		Thuế TNDN	20.43	
Chi phí VCSH	15.65		WACC	10.3	

Nguồn: KISVN

Tổng hợp định giá FCFE

FCFE	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT x (1-thuế TNDN)	76	221	229	260	279	344	374
cộng: khấu hao	180	182	184	163	148	28	31
trừ: capex	(17)	(29)	(29)	(30)	(32)	(37)	(39)
(tăng) / giảm vốn lưu động	217	(377)	287	23	47	(41)	(57)
trừ: khen thưởng & phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-
cộng: nợ vay ròng	(15)	(45)	(256)	(80)	(31)	26	37
FCFE	440	(49)	415	335	411	321	346
GTHT các khoản FCFE	140	(40)	296	207	219	148	138
Lũy kế GTHT các khoản FCFE trong 7 năm	1,107						
Terminal value	1,029						
FCFE	11,400						

Nguồn: KISVN

Tổng hợp định giá FCFF

FCFF	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT x (1-thuế TNDN)	76	221	229	260	279	344	374
cộng: khấu hao	180	182	184	163	148	28	31
trừ: capex	(17)	(29)	(29)	(30)	(32)	(37)	(39)
(tăng) / giảm vốn lưu động	217	(377)	287	23	47	(41)	(57)
trừ: khen thưởng & phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-
cộng: lãi vay x (1-thuế TNDN)	300	297	286	273	269	269	271
FCFF	755	293	957	689	712	564	580
PV of FCFF	4,549						
Lũy kế GTHT các khoản FCFF trong 7 năm	2,784						
Terminal value	3,529						
FCFF	10,600						

Nguồn: KISVN

CDKT

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	5,450	5,537	5,725	6,045	6,163
Tiền và tương đương tiền	641	1,112	763	762	1,125
Khoản phải thu	2,550	2,151	2,632	2,690	2,523
Hàng tồn kho	1,535	1,572	1,377	1,637	1,561
Tài sản dài hạn (Adj.)	4,809	4,425	4,962	5,283	5,039
Tài sản cố định	1,000	909	756	612	465
Đầu tư tài chính	113	249	249	249	249
Khác	1,521	1,582	1,638	1,680	1,633
Tổng tài sản	8,084	8,277	8,368	8,585	8,510
Người mua trả trước	140	109	109	116	110
Doanh thu chưa thực hiện	0	-	-	-	-
Phải trả người bán	375	216	228	242	232
Khác	128	115	124	132	126
Nợ vay ngắn hạn	3,881	4,090	4,129	4,150	3,959
Nợ vay dài hạn	193	326	272	207	142
Tổng nợ và phải trả	4,718	4,856	4,863	4,847	4,569
VCSH	3,195	3,248	3,313	3,497	3,646
Vốn điều lệ	2,276	2,276	2,322	2,322	2,322
Thặng dư	17	17	17	17	17
Quý khác	280	296	296	296	296
LN giữ lại	621	658	678	862	1,011
Lợi ích cổ đông thiểu số	172	174	192	241	295
Tổng VCSH	3,366	3,422	3,505	3,738	3,941

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính.	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Dòng tiền hoạt động	530	173	(257)	(123)	485
LN ròng	618	107	104	293	319
Khấu hao	119	149	180	182	184
Tăng VLĐ ròng	840	425	460	652	649
Dòng tiền đầu tư	(59)	(41)	(68)	167	184
Tài sản cố định	30	(4)	(19)	(31)	(30)
Đầu tư tài chính	(89)	(37)	(49)	198	215
Dòng tiền tài chính	(223)	340	(15)	(45)	(307)
Tăng vốn chủ	-	-	46	-	-
Tăng nợ	-	209	39	20	(191)
Chi trả cổ tức	(333)	(8)	(46)	-	(51)
Khác	4	(0)	-	-	-
Tăng tiền mặt	253	472	(340)	(1)	363

KQKD

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính.	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	7,931	7,221	7,835	8,319	7,951
Giá vốn hàng bán	6,836	6,697	7,275	7,571	7,220
LN gộp	1,095	525	560	747	731
Chi phí BH & QLDN	369	222	278	275	263
LN hoạt động	726	303	283	472	468
Doanh thu tài chính	167	218	203	198	215
Thu nhập lãi	125	143	159	155	171
Chi phí tài chính	308	412	379	375	362
Chi phí lãi vay	233	362	377	373	359
LN khác	32	(2)	(2)	(2)	(2)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	-	-	-	-	-
LNTT	618	107	104	293	319
Thuế TNDN	55	34	21	60	65
LNST	563	73	83	233	254
LNST công ty mẹ	547	58	65	184	200
EBITDA	970	618	661	848	862

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính.	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Dữ liệu trên mỗi CP					
EPS	2,404	254	288	807	879
BPS	14,033	14,266	14,553	15,360	16,016
DPS	1,500	1,500	-	-	-
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	38.7	(8.9)	8.5	6.2	(4.4)
LN hoạt động	141.7	(58.3)	(6.7)	67.1	(1.0)
LN ròng	293.0	(87.0)	13.3	180.6	8.9
EPS	300.6	(89.4)	13.3	180.6	8.9
EBITDA	141.7	(58.3)	(6.7)	67.1	(1.0)
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	9.2	4.2	3.6	5.7	5.9
Biên LN ròng	7.1	1.0	1.1	2.8	3.2
Biên EBITDA	9.2	4.2	3.6	5.7	5.9
ROA	7.2	0.9	1.0	2.8	3.0
ROE	17.7	1.8	2.0	5.4	5.6
Suất sinh lợi cổ tức	13.8	-	-	-	1.9
Tỷ lệ chi trả cổ tức	61	-	-	-	20
Đơn bẩy					
Nợ ròng (tỷ đồng)	3,434	3,304	3,639	3,595	2,976
Nợ ròng/VCSH (%)	102	97	104	96	76
Định giá (x)					
PE	11.1	35.4	32.1	11.4	10.5
PB	1.3	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.8	18.4	20.4	12.2	12.3

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp với ngành trong 12 tháng tới**

- Năng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chứng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 23/12/2020.

KIS Vietnam Securities Corp đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 23/12/2020.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của KIS Vietnam Securities Corp. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp