



# Triển vọng Ngành Thủy sản năm 2022: Duy trì đà tăng trưởng tích cực nhưng việc định giá lại là một thách thức

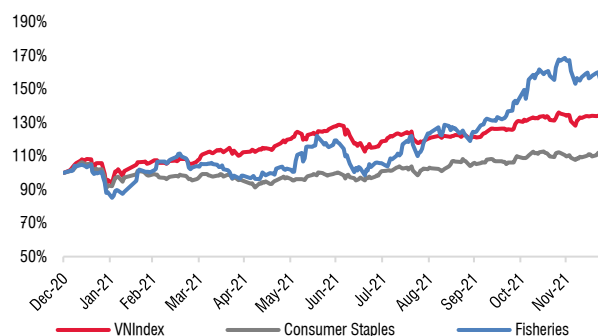
## Điểm nhấn năm 2021

### Diễn biến ngành: KHẢ QUAN

Năm 2021, ngành thủy sản tăng 54,3% so với đầu năm, cao hơn so với chỉ số VNIndex +20,5% so với đầu năm.

Các doanh nghiệp có hiệu quả tốt nhất gồm IDI (+98%), FMC (+58%), VHC (+56%), MPC (+53%), ANV (+41%) và CMX (+22%). Các doanh nghiệp doanh nghiệp xuất khẩu tôm và cá tra đều công bố kết quả đáng khích lệ kể từ Q2/2021 và có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ (giá phục hồi trong năm 2022) trong Q3/2021, khi hầu hết các cổ phiếu được định giá lại và đạt hiệu suất tốt hơn chỉ số VNIndex.

Diễn biến ngành trong năm 2021



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Điểm chính của ngành trong năm 2021

- Những thay đổi chính trong năm 2021**

Năm 2021, chuỗi giá trị thủy sản tiếp tục bị gián đoạn, gây tác động tiêu cực đến nguồn cung và logistics của ngành thủy sản, trong khi nhu cầu đã tăng dần tại các thị trường lớn như Mỹ và Châu Âu do HORECA dần mở cửa trở lại trong năm. Các biện pháp giãn cách xã hội ở Việt Nam trong Q3/2021 đã ảnh hưởng đến ngành thủy sản quy mô nhỏ và gây ra tình trạng thiếu lao động cho các công ty. Các nhà sản xuất phải đối mặt với áp lực chi phí lạm phát, bao gồm cả nguyên liệu thô và thức ăn chăn nuôi. Ngoài ra, hầu hết các công ty xuất khẩu (đặc biệt là các công ty ở châu Á) phải chịu chi phí gia tăng do thiếu container, giá cước vận chuyển tăng (chi phí vận chuyển từng chiếm 1,5% doanh thu so với 4,5% doanh thu trong năm 2021 của các công ty xuất khẩu thủy sản ở Việt Nam) và tình trạng tắc nghẽn cảng kéo dài.

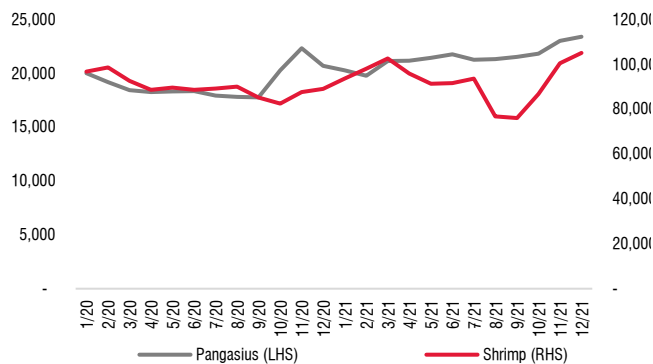
Trong bối cảnh cạnh tranh đối với tôm, chúng tôi nhận thấy trong khi Ấn Độ vẫn đang vật lộn với sự gián đoạn chuỗi giá trị, thì Ecuador nổi lên với thành công tuyệt đối, tiếp theo là Việt Nam và Indonesia. Xuất khẩu sang Mỹ và Châu Âu tiếp tục tăng mạnh (+23%/ +13% so với cùng kỳ), trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc (-25% so với cùng kỳ) vẫn chậm hơn do các quy định nghiêm ngặt về dịch Covid-19 tại các cảng biển Trung Quốc.

Đối với xuất khẩu cá tra, Việt Nam vẫn duy trì vị trí dẫn đầu. Tăng trưởng xuất khẩu được thúc đẩy bởi thị trường Mỹ (+50% so với cùng kỳ) cả về sản lượng và giá, trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc (thị trường lớn nhất) và Châu Âu (mặc dù đã có Hiệp định EVFTA) vẫn

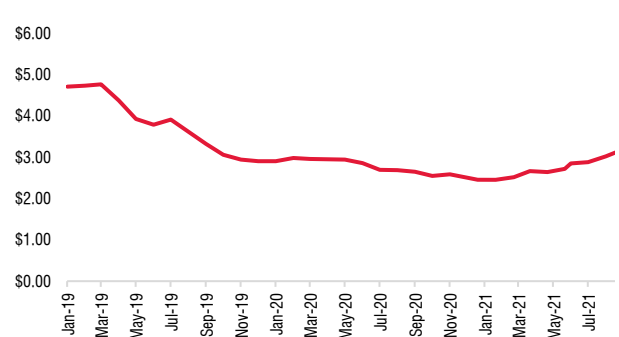
kém khả quan (-26%/-20% so với cùng kỳ). Giá cá tra chạm đáy trong Q4/2020, sau đó dần phục hồi trở lại. Giá cá tra bình quân tại Mỹ hiện đạt 3,40 USD/kg (tăng 50% so với cùng kỳ), tương đương 75% mức giá đỉnh trong năm 2018.

Theo số liệu từ Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam trong 11T2021 đạt 8 tỷ USD (+3,7% so với cùng kỳ), trong khi xuất khẩu tôm đạt 3,5 tỷ USD (+2,9% so với cùng kỳ) và kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 1,4 tỷ USD (+2,5 % so với cùng kỳ). VASEP dự kiến tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản năm 2021 đạt 8,9 tỷ USD (+5,7% so với cùng kỳ). Ngành thủy sản đã công bố mức tăng trưởng hàng tháng đáng khích lệ kể từ tháng Ba. Chỉ đến khoảng tháng 8 thì các biện pháp giãn cách mới được áp dụng trên cả nước. Do đó, cả xuất khẩu cá tra và tôm đều giảm đáng kể so với mức cơ sở thấp trong Q3/2020 (cá tra: -36% so với cùng kỳ trong tháng 9 và tôm: -28% so với cùng kỳ trong tháng 8). Tuy nhiên, sự phục hồi đang diễn ra và kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt mức cao nhất trong tháng 11/2021 (178 triệu USD, +23% so với cùng kỳ) khi các nhà máy đạt mức công suất bình thường. Hệ số P/E trung bình của ngành trong quá khứ là 7-9x. Hiện tại, cổ phiếu ngành thủy sản năm 2021 đang giao dịch với hệ số P/E 11-13x, điều này phản ánh sự thay đổi của ngành trong năm 2021 và triển vọng tích cực cho năm 2022.

Giá nguyên liệu cá tra và tôm (đồng/kg)



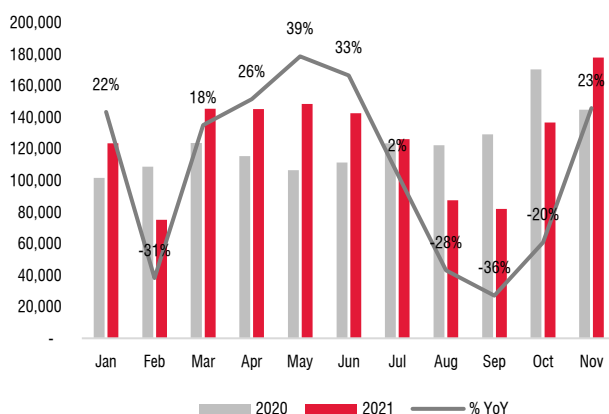
Giá cá tra phi lê xuất khẩu sang Mỹ (USD/kg)



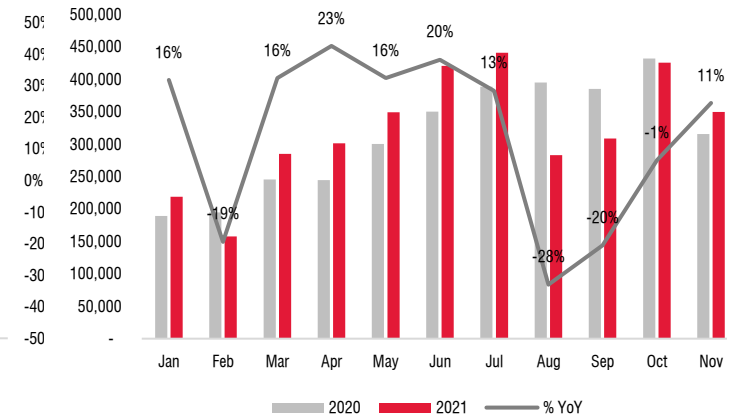
Nguồn: VASEP, NOAA, SSI Research

Nguồn: VASEP, NOAA, SSI Research

Xuất khẩu cá tra (nghìn USD)



Xuất khẩu tôm (nghìn USD)



Nguồn: VASEP, SSI Research

Nguồn: VASEP, SSI Research

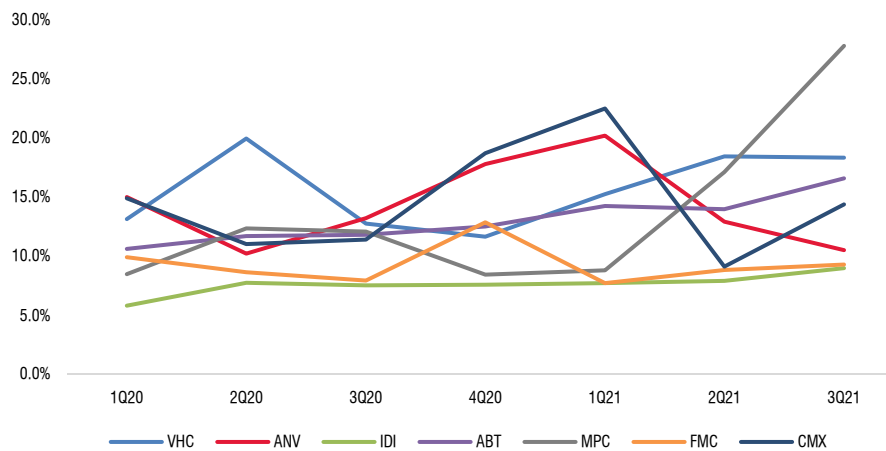
Các công ty niêm yết công bố kết quả trái chiều về lợi nhuận theo quý và biên lợi nhuận gộp cải thiện. Ngoài CMX và ANV có biên lợi nhuận gộp khá dao động, hầu hết các công ty xuất khẩu thủy sản đều có biên lợi nhuận cải thiện trong cả năm nhờ giá cá tra và tôm xuất khẩu phục hồi. Đáng chú ý, biên lợi nhuận được cải thiện mặc dù chi phí nguyên liệu đầu vào tăng. Tuy nhiên, mức tăng trưởng lợi

nhuận có sự khác biệt, phụ thuộc nhiều vào chi phí vận chuyển. Trong khi hầu hết các công ty xuất khẩu có trụ sở tại miền Nam và bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các biện pháp giãn cách xã hội trong Q3/2021, chúng tôi quan sát thấy chỉ có VHC đạt mức tăng trưởng mạnh trong Q1-Q3/2021 ở cả doanh thu và lợi nhuận sau thuế do công ty vẫn hoạt động ở công suất cao trong giai đoạn này. Đồng thời, công ty đã thương lượng được nhiều đơn hàng FOB hơn, giúp giảm chi phí vận chuyển.

Cổ phiếu	Sàn	Doanh thu 9T2021	Doanh thu 9T2020	Tăng trưởng doanh thu 9T2021	NPATMI 9T2021	NPATMI 9T2020	Tăng trưởng NPATMI 9T2021
VHC	HOSE	6.361.328	5.093.487	24,89%	646.590	551.605	17,22%
ANV	HOSE	2.436.027	2.503.556	-2,70%	74.372	115.517	-35,62%
IDI	HOSE	4.311.612	4.449.151	-3,09%	52.082	65.182	-20,10%
ABT	HOSE	210.788	240.556	-12,37%	19.026	12.640	50,52%
MPC	UPCOM	8.886.615	9.981.680	-10,97%	543.981	477.414	13,94%
FMC	HOSE	3.754.697	3.205.802	17,12%	162.054	162.384	-0,20%
CMX	HOSE	1.432.570	1.115.296	28,45%	46.302	34.251	35,18%
<b>Tổng</b>	<b>Triệu đồng</b>	<b>27.393.636</b>	<b>26.589.528</b>	<b>3,02%</b>	<b>1.544.407</b>	<b>1.418.993</b>	<b>8,84%</b>

Nguồn: Công ty, SSI Research

Biên lợi nhuận gộp theo quý của các công ty xuất khẩu



Nguồn: Công ty, SSI Research

## Triển vọng năm 2022

### Triển vọng tăng trưởng năm 2022

Với sự không chắc chắn về các biến thể mới của Covid-19, kế hoạch xuất khẩu thủy sản trong năm 2022 vẫn khiêm tốn ở mức 8,73 tấn về sản lượng và 9 tỷ USD về giá trị (không tăng trưởng). Chúng tôi kỳ vọng năm 2022 sẽ tương tự như năm 2021 ở một số khía cạnh: 1) nhu cầu tăng mạnh từ việc mở cửa trở lại của các nền kinh tế, 2) áp lực chi phí nguyên liệu thô kéo dài và 3) chi phí vận chuyển cao. Tuy nhiên, ở điểm thứ ba, chúng tôi thấy rằng giá cước có thể trở về bình thường sau khi tình trạng tắc nghẽn cảng được giải quyết trong Q2/2022 (theo dự báo của McKinsey).

Ngoài thị trường Mỹ, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu phục hồi tại Châu Âu và Trung Quốc sẽ mạnh hơn do 2 năm liên tiếp ở mức thấp, nhờ tác động của Hiệp định EVFTA và nới lỏng hạn chế thủy sản tại các cảng của Trung Quốc. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân sẽ tiếp tục xu hướng tăng khi nhu cầu phục hồi.

Chúng tôi quan sát thấy giá cá nguyên liệu tăng 13% so với cùng kỳ và 8% so với quý trước trong Q4/2021 do nguồn cung thiếu hụt do diện tích nuôi giảm khi áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội trong Q3/2021. Dữ liệu của AgroMonitor cho thấy nguồn cung cá tra giảm -14% so với cùng kỳ trong tháng 11/2021. Theo VASEP, diện tích nuôi cá tra giảm 30-50% so với cùng kỳ, dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn cung tạm thời trong Q1/2022. Điều này sẽ làm tăng thêm chi phí cho cá nguyên liệu và có thể làm giảm biên lợi nhuận của các công ty sản xuất trong Q1/2022 vì rất khó để chuyển hoàn toàn sang giá bán bình quân. Do chu kỳ nuôi cá tra là 6 tháng và giá cá nguyên liệu đã tăng nên tình trạng thiếu hụt nguồn cung sẽ giảm dần trong Q2/2022.

Chúng tôi ước tính VHC đạt tăng trưởng LNST năm 2021/2022 là 25,7%/ 30,1% so với cùng kỳ dựa trên giả định giá bán bình quân cá tra phiê tăng 10% trong năm 2022, trong khi mảng wellness và SGC dự kiến đạt tăng trưởng doanh thu thuần lần lượt là +9% và +10% so với cùng kỳ. Chúng tôi ước tính FMC đạt tăng trưởng LNST năm 2021/2022 là 18,6%/49% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ sản lượng tăng +25% so với cùng kỳ từ việc mở rộng công suất gần đây, trong khi giá bán bình quân được dự báo sẽ duy trì ổn định trong năm 2022.

Do ngành thủy sản đã được định giá lại để phản ánh sự thay đổi trong năm 2021 và động lực tích cực trong năm 2022, chúng tôi tin rằng sẽ có nhiều thách thức để ngành được định giá lại tiếp do những biến động và tính chất chu kỳ vốn có của ngành.

## Top cổ phiếu ưa thích:

### Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC: HOSE):

- **Giá hiện tại** (ngày 24/12/2021): 62.500 đồng/cp
- **Giá mục tiêu 1 năm:** đồng 72.300 đồng/cp
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Vị trí dẫn đầu thị trường đã được chứng minh với hiệu quả sản xuất trong thời kỳ khó khăn của dịch bệnh, đồng thời công ty thương lượng được chi phí vận chuyển thấp hơn so với các công ty cùng ngành.
  - ✓ Sản lượng cá tra phiê (+8% so với cùng kỳ), giá bán bình quân (+10% so với cùng kỳ) và biên lợi nhuận gộp (+110 bps) sẽ mở rộng trong năm 2022 nhờ nhu cầu tăng mạnh ở Mỹ, cũng như sự phục hồi ở thị trường Châu Âu và Trung Quốc.
  - ✓ Wellness và SGC đạt mức tăng trưởng doanh thu thuần lần lượt là 9% và 10% so với cùng kỳ, giúp nâng cao biên lợi nhuận gộp chung (+140 bps).
  - ✓ Chúng tôi ước tính VHC sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu năm 2021/2022 là 27,1%/15,7% so với cùng kỳ và LNST đạt mức tăng trưởng 25,7%/30,1% so với cùng kỳ.
- **Rủi ro**
  - ✓ Nhu cầu phục hồi yếu hơn ước tính ở tất cả các thị trường do Covid-19.
  - ✓ Tình trạng thiếu hụt nguồn cung kéo dài hơn dự kiến.

**Bảng tóm tắt chỉ số tài chính**

<b>(tỷ đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	8.151	9.271	7.867	7.037	8.947	10.348
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	605	1.442	1.179	719	904	1.176
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (% YoY)	6,7%	138,5%	-18,2%	-39,0%	25,7%	30,1%
EPS (VND)	3.104	7.866	6.371	4.277	4.971	6.466
ROE (%)	22,7%	41,5%	26,5%	14,3%	16,7%	19,4%
Tỷ suất cổ tức (%)	3,8%	4,3%	0,0%	4,8%	3,2%	3,2%
Nợ/VCSH	0,48	0,32	0,18	0,23	0,29	0,26
P/E (x)	8,14	6,00	6,22	9,68	12,71	9,77
P/B (x)	1,74	2,16	1,50	1,47	2,02	1,76
EV/EBITDA (x)	5,96	4,85	4,28	7,04	7,94	5,91

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc  
hungpl@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô  
trinhhtt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư  
quyenlbn@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng  
kientt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhtk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tuntt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tranglh@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp  
nganlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tamntd@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715