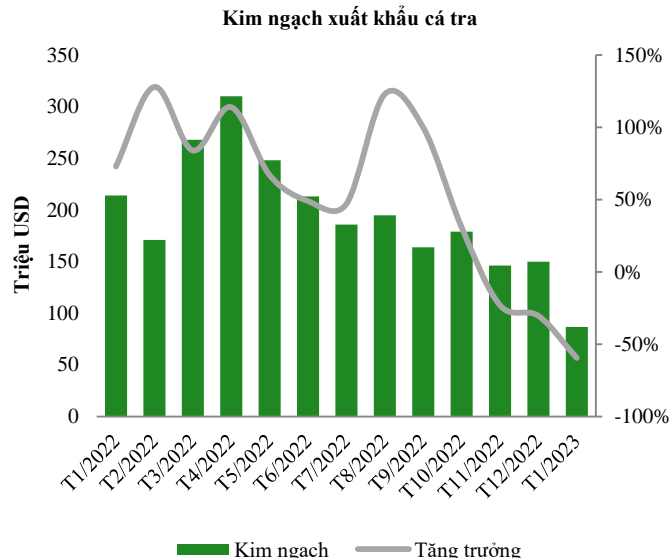
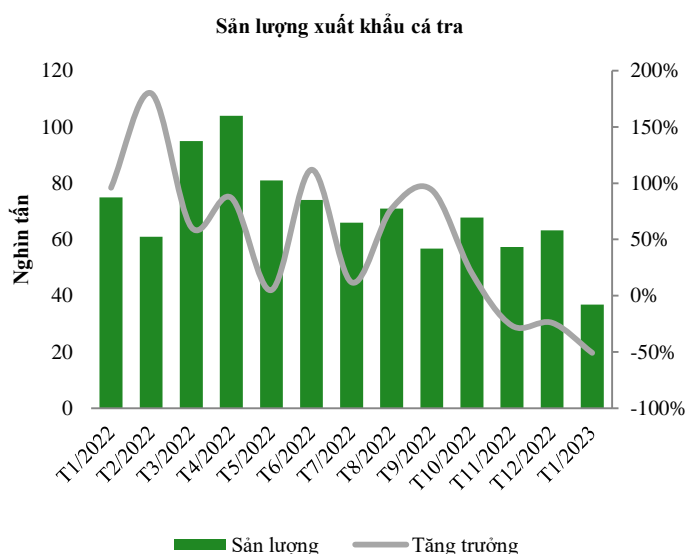


## CẬP NHẬT NGÀNH

### Diễn biến nhu cầu

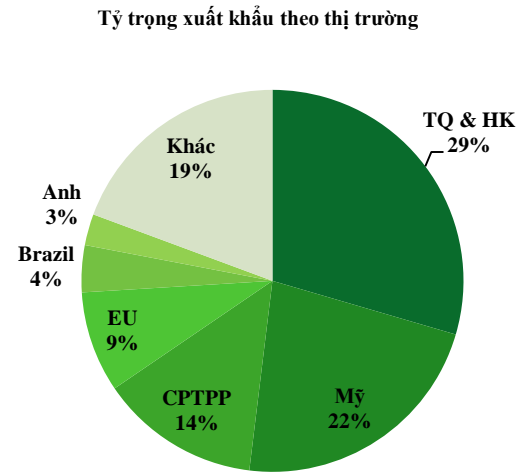
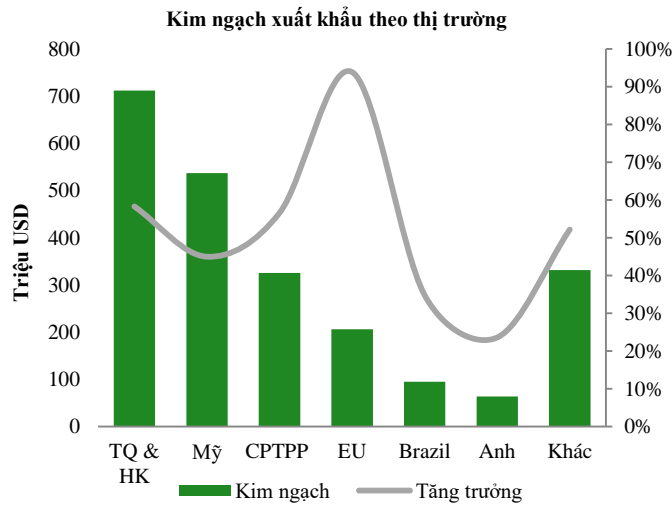
**Nhu cầu cá tra bắt đầu giảm mạnh từ quý 4/2022 sau khi ghi nhận diễn biến tích cực đầu năm.**

Năm 2022 tổng kim ngạch xuất khẩu đạt mức kỷ lục 2,44 tỷ USD tăng 51% yoy. Xét theo từng thị trường, tổng kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc và Hong Kong chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 29%, tiếp theo là thị trường Mỹ 22%, các nước trong Hiệp định thương mại CPTPP chiếm 14%. Tăng trưởng kim ngạch ở các thị trường so với cùng kỳ năm trước hầu như đều tăng trưởng từ 30% trở lên, trong đó thị trường Trung Quốc tăng trưởng 60%, thị trường Mỹ tăng trưởng 45%, EU tăng 94%, các nước CPTPP tăng 57%. Đặc biệt, xuất khẩu cá tra sang một số thị trường nhỏ ở Trung Đông có mức tăng đột phá từ 115%-429%.



Nguồn: Bản tin thương mại thủy sản

Bắt đầu từ tháng 11, sản lượng và kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam bắt đầu giảm từ 20% - 30% yoy, do hàng tồn kho ở các nước nhập khẩu đã đạt mức cao, cùng lạm phát kéo dài ảnh hưởng đáng kể đến nhu cầu nhập khẩu cá tra. Mặc dù, Trung Quốc đang dần mở cửa trở lại, nhưng cũng chỉ nói lỏng một phần các biện pháp phong tỏa, nên nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc vẫn không thể bù đắp cho thiếu hụt nặng nề về cầu ở các nước phương Tây. Sang tháng 1/2023, sản lượng và kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam tiếp tục sụt giảm mạnh lần lượt là 51% và 60% yoy, do vướng vào dịp Tết nguyên đán nên hoạt động xuất khẩu bị trì hoãn. Nhu cầu về cá tra được dự báo là sẽ tiếp tục giảm ở hầu hết các thị trường cho đến quý 3/2023, tuy nhiên trong quý IV vẫn còn một số thị trường nhỏ duy trì mức tăng trưởng cao như Hà Lan (tăng 84%), Đức (tăng 171%), Bỉ (tăng 55%), Mexico, Úc và Singapore vẫn duy trì tăng trưởng 5-21%, cho thấy vẫn còn tiềm năng xuất khẩu tới những quốc gia này trong nửa đầu năm.



Nguồn: VASEP

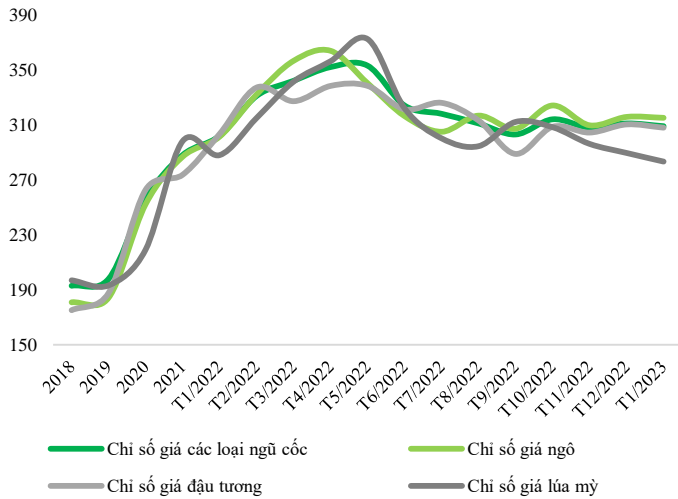
**Diễn biến giá nguyên liệu**

**Giá cá nguyên liệu đang có xu hướng giảm, tuy nhiên giá thức ăn chăn nuôi vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt**

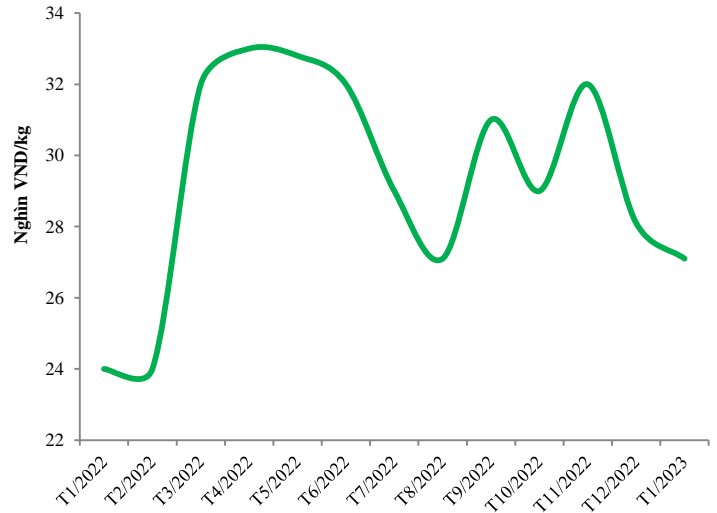
Theo thống kê của IGC, chỉ số giá các loại ngũ cốc đã dần hạ nhiệt từ quý 3/2022, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao. Cuối tháng 1/2023, chỉ số giá các loại ngũ cốc đạt 309 điểm (giảm 12% so với mức đỉnh từ hồi tháng 5/2022, nhưng vẫn tăng 56% so với thời kỳ giá ổn định ở năm 2018). Theo các chuyên gia, hiện tượng El Nino khả năng cao sẽ quay trở lại vào năm 2023, khiến cho thời tiết toàn cầu sẽ nóng và khô hạn hơn, ảnh hưởng đến tiến độ gieo trồng và thu hoạch. Trên cơ sở này, giá ngũ cốc trong năm 2023 sẽ vẫn duy trì ở mức cao. Việt Nam vẫn còn phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu thức ăn chăn nuôi, nên nếu tỷ giá tiếp tục tăng cao trong năm 2023 sẽ ảnh hưởng đến chi phí đầu vào cho việc nuôi cá. Tuy nhiên, các doanh nghiệp cá tra cũng đang tích cực nâng cao tỷ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu đầu vào, định hướng sản xuất kinh doanh theo một chu trình khép kín từ khâu tạo giống, chế biến thức ăn, đến thành phẩm về cá, nên việc giá thức ăn tăng cao sẽ ảnh hưởng nặng nề hơn đến các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ, khiến người nông dân bỏ nuôi nhiều như năm 2022, nhờ đó các doanh nghiệp càng có cơ hội mở rộng thị phần của mình hơn.

Bên cạnh đó, giá cá nguyên liệu cũng biến động mạnh trong năm 2022. Cụ thể, giá cá nguyên liệu đạt đỉnh vào tháng 4/2022 ở mức 33.000 VND/kg, sau đó duy trì ở mức giá này và hạ nhiệt dần vào tháng 7/2022 quanh mức 27.000-32.000 VND/kg. Tới thời điểm tháng 1/2023, giá cá nguyên liệu đang ở mức 27.100 VND/đồng và thể hiện xu hướng giảm.

**Chỉ số giá các loại ngũ cốc**



**Giá cá tra nguyên liệu**



Nguồn: IGC

Nguồn: Agromonitor

### Diễn giá cá tra

### Giá cá fillet xuất khẩu đang có xu hướng giảm

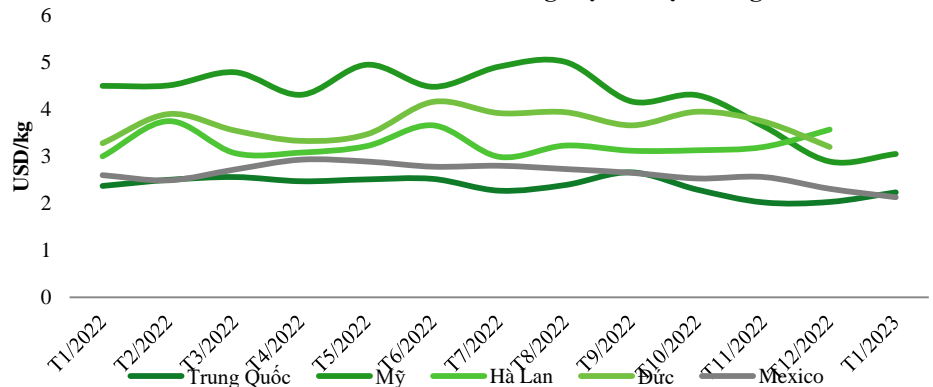
Bình quân giá cá tra fillet xuất khẩu năm 2022 sang các thị trường đều tăng trưởng từ 19%-37%, trong đó hai thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam là Trung Quốc và Mỹ có mức giá bình quân cả năm tăng lần lượt là 24% và 33% yoy.

Thị trường Mỹ có mức giá xuất khẩu cao nhất trong các thị trường với mức đỉnh là 5,01 USD/kg tại thời điểm tháng 8/2022, sau đó giảm dần về mức 2,89 USD/kg ở tháng 12/2022. Sang tháng 1/2023, giá cá tra tăng nhẹ trở lại khoảng 6% về mức 3,05 USD/kg.

Tại thị trường Trung Quốc, giá cá xuất khẩu cũng liên tục tăng và đạt đỉnh ở mức 2,66 USD/kg vào hồi tháng 9/2022, sau đó giá cá giảm dần 12%-14% trong những tháng cuối năm về mức 2,03 USD/kg. Sang tháng 1/2023, giá cá tra xuất khẩu tăng nhẹ 10% về mức 2,23 USD/kg.

Nguyên nhân giá cá tra sụt giảm là do hàng tồn kho ở các thị trường đã đạt đỉnh, đồng thời lạm phát tăng cao kìm hãm tiêu thụ của người dân. Theo chu kỳ, giá cá tra xuất khẩu sẽ có khả năng tăng trở lại từ quý 3/2023, khi nhu cầu nhập khẩu cá tăng trở lại để phục vụ cho các dịp lễ cuối năm, đồng thời nền kinh tế Trung Quốc đang dần mở cửa và hồi phục trở lại, nên tiêu thụ của người dân được dự báo sẽ cải thiện dần trong thời gian tới.

**Giá cá tra fillet xuất khẩu sang một số thị trường**



Nguồn: VASEP

**DOANH NGHIỆP KHUYẾN NGHỊ**
**CTCP NAM VIỆT (ANV)**

Khuyến nghị	Giá mục tiêu
<b>MUA</b>	<b>39.164</b> +27%



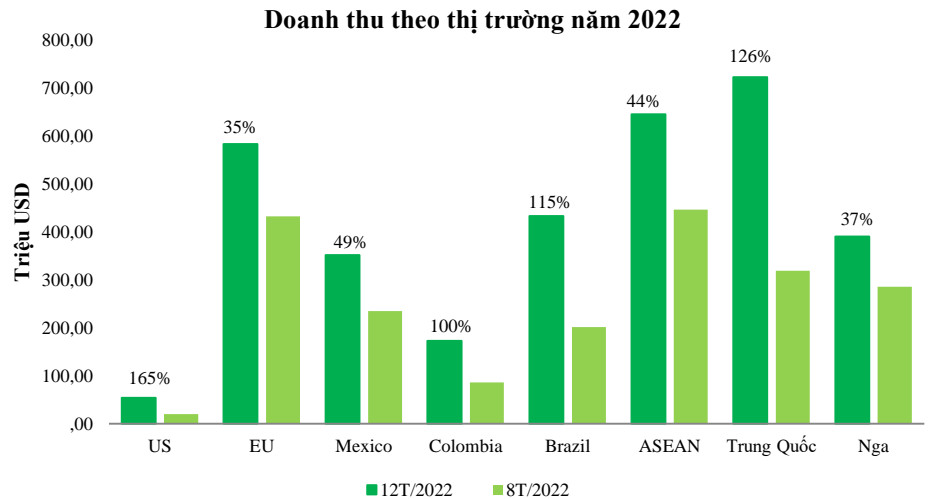
**Thông tin cổ phiếu**

Biến động 1 năm	16,1 – 61,6
GTGD bình quân 52T	1.412.084
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.915,54
P/E	6,02x
P/B	1,41x
% NN sở hữu	6,16%
<b>KQKD 2022 (tỷ đồng)</b>	
Doanh thu thuần	4.897 (+40,15%)
Lợi nhuận sau thuế	674 (+423%)

**Tăng trưởng nhờ phân tán tập khách hàng ngoài EU và Mỹ, động lực mạnh mẽ tới từ thị trường Trung Quốc.**

*Nhiều đơn hàng đã được ký kết để xuất khẩu cho tới hết quý I/2023*

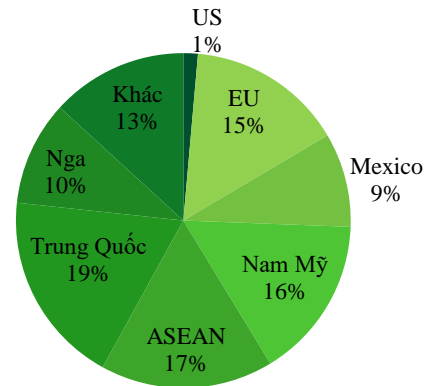
Sau khi quay trở lại thị trường Mỹ từ giữa năm 2022, tình hình xuất khẩu của ANV sang thị trường này khá suôn sẻ, tổng số công hàng xuất được sang Mỹ của ANV lũy kế 12 tháng là 30 công, tăng gần gấp 3 lần chỉ trong 3 tháng cuối năm. Hiện tại, Nam Việt cũng đã ký kết thêm hợp đồng với các đối tác Mỹ để xuất 30 công hàng cho tới tháng 2/2023, nguyên nhân chính cho sự tăng mạnh đến từ việc 1 phần các đơn hàng dồn nén từ năm trước chưa kịp hoàn thành đã được chuyển sang năm nay. Do nhu cầu về các mặt hàng thủy sản tại thời điểm này đang hạ nhiệt, giá bán của ANV sang Mỹ cũng chưa được như doanh nghiệp mong muốn (giảm khoảng 23% so với mức đỉnh từ hồi tháng 9/2023), nên tình hình ký kết các hợp đồng mới sẽ diễn ra chậm hơn cho đến hết quý 2 khi hàng tồn kho được tiêu thụ bớt và nhu cầu quay trở lại. Hiện tại doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ chiếm khoảng 1,4% tổng doanh thu của ANV, doanh nghiệp sẽ tích cực mở rộng khoảng 5-7% sản lượng xuất khẩu vào thị trường này trong 2-3 năm tới và đảm bảo thuế chống bán phá giá duy trì ở mức 0% nhờ có đội ngũ luật sư với kinh nghiệm lâu năm.



*Nguồn: ANV, VCBS tổng hợp*

Đối với thị trường Trung Quốc, hiện nay ANV đang chiếm 15% giá trị xuất khẩu từ Việt Nam sang thị trường này. Trong 3 tháng cuối năm, trị giá xuất khẩu sang Trung Quốc của ANV tăng 124% so với quý trước, lũy kế cả năm doanh thu xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu, khoảng 18,5%. Ngoài ra giá bán ở thị trường Trung Quốc vẫn đang tương đối ổn định, nhu cầu của thị trường này vẫn còn cao do Trung Quốc mới mở cửa sau đợt giãn cách COVID kéo dài, ANV dự định sẽ mở rộng tập khách hàng để đẩy mạnh các đơn hàng ở thị trường Trung Quốc. Sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc dự kiến sẽ tăng trưởng khoảng 45% trong năm 2023 và là động lực tăng trưởng chính cho ANV.

**Tỷ trọng doanh thu 2022**



*Nguồn: ANV, VCBS tổng hợp*

Nhìn chung, so với 8 tháng đầu năm 2022, doanh thu xuất khẩu cả năm 2022 của ANV sang các thị trường đều tăng trưởng từ 35% trở lên, Đặc biệt, doanh thu từ thị trường Mỹ tăng 165%, doanh thu từ thị trường Trung Quốc tăng 126%. Lũy kế cho đến tháng 1/2023, ANV đã ký kết để xuất khẩu thêm 300 công sang các thị trường nước ngoài. Ngoài ra do nhu cầu cá tra tăng mạnh vào nửa cuối 2022, khiến nhà máy bị quá tải, tổng các đơn hàng chưa thực hiện từ năm trước là 788 công. Như vậy, tính đến thời điểm tháng 1/2023, tổng số công được ký kết xuất khẩu đã đạt khoảng 47% so với tổng công xuất được trong năm trước.

**Giá cước tàu thủy đã hạ nhiệt đáng kể**

So với thời điểm tháng 9/2022, giá cước tàu thủy đã giảm đáng kể ở thời điểm tháng 2/2023. Cụ thể, giá cước xuất sang Tây Ban Nha và Mỹ giảm lần lượt 50% và 55%, giá cước tàu sang Thái Lan giảm 13%, sang các nước tiểu vương quốc Ả rập giảm 32%.

**Nhà máy C&G đã đi vào hoạt động**

Nhà máy Collagen và Gelatin của ANV đã đi vào hoạt động và có những đơn hàng đầu tiên. Các sản phẩm Gelatin sẽ được Amicogen mua lại, còn sản phẩm Collagen sẽ được bán ra bên ngoài cho các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm chức năng, mỹ phẩm. Công suất thiết kế cho Gelatin là 800 tấn/năm và Collagen là 200 tấn/năm, như vậy đã vượt dự kiến ban đầu là tổng công suất chỉ đạt 800 tấn/năm cho cả 2 loại thành phẩm.

**Dự báo KQKD:**

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	3.494	4.897	4.612	4.308
+/- yoy (%)	1,61%	40,15%	-5,82%	-6,58%
LNST (tỷ đồng)	129	674	619	844
+/- yoy (%)	-36,32%	423,34%	-8,16%	36,48%
ROA – TTM (%)	2,63%	12,32%	13,96%	18,76%
ROE – TTM (%)	5,51%	23,38%	18,85%	21,95%
EPS - TTM (đồng)	1.013	5.300	4.532	6.052

### CTCP VĨNH HOÀN (VHC)

Khuyến nghị	Giá mục tiêu
<b>TRUNG LẬP</b>	<b>62.654</b> <b>+11%</b>

#### Diễn biến giá



#### Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	56 – 111,5
GTGD bình quân 52T	1.015.719
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.379,14
P/E	5,29x
P/B	1,36x
% NN sở hữu	30,35%

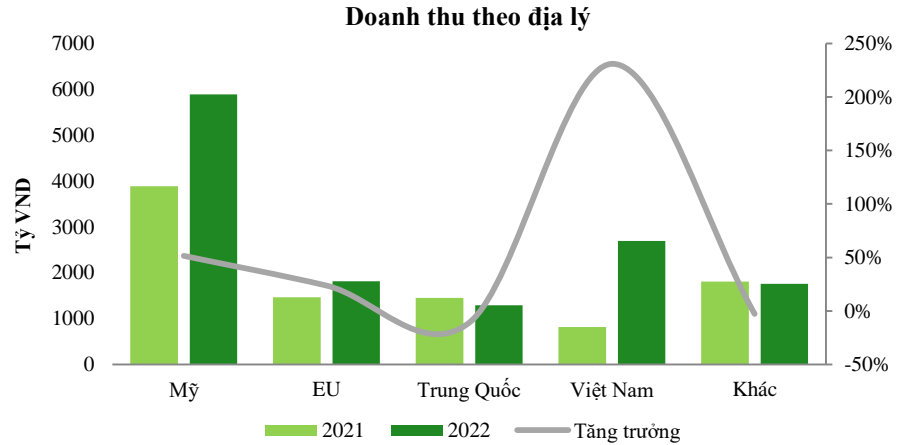
#### KQKD 2022 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	13.239 (+46,22%)
Lợi nhuận sau thuế	2.015 (+82%)

### Triển vọng chưa thực sự sáng khi nhu cầu từ Âu – Mỹ suy yếu.

#### Bộ thu trong năm 2022 từ thị trường Mỹ

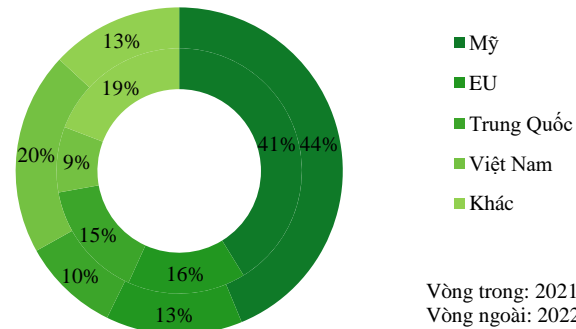
Năm 2022, VHC vẫn duy trì ổn định thị phần của mình ở các thị trường, doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ ở hai thị trường Mỹ và Châu Âu (lần lượt là 52% và 24%).



Nguồn: VHC, VCBS tổng hợp

Do được hưởng lợi từ việc thiếu hụt nguồn cung cá thịt trắng từ Nga và lạm phát tăng cao khiến cho thị trường Mỹ tiêu thụ cá tra nhiều hơn, Vĩnh Hoàn đã tận dụng cơ hội này để tập trung xuất khẩu sang thị trường Mỹ nhiều hơn, tỷ trọng doanh thu đến từ thị trường Mỹ đạt 44% trong năm 2022 (tăng 3% yoy), trong khi tỷ trọng các thị trường khác đều giảm nhẹ từ 3%-7%. Đặc biệt, tỷ trọng doanh thu nội địa tăng đáng kể 11%, nhờ doanh thu các sản phẩm từ gạo tăng 63% yoy (chỉ sau 1 năm doanh nghiệp mở rộng thêm mặt hàng này). Như vậy, chiến lược đa dạng hóa các mặt hàng để giảm thiểu rủi ro mang tính chu kỳ của doanh nghiệp bước đầu khá thành công. Xét cho cả năm 2022, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC đạt lần lượt 13.239 tỷ và 2.015 tỷ VND, tăng lần lượt 46% và 82% yoy.

#### Cơ cấu doanh thu theo thị trường

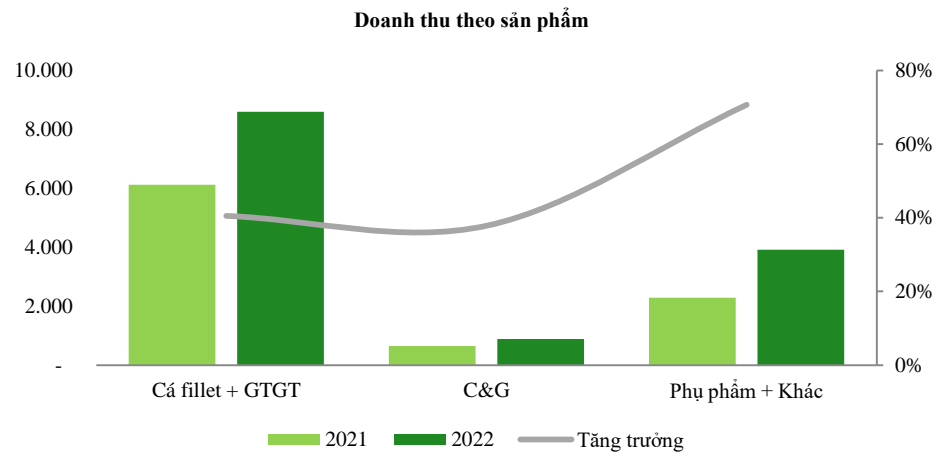


Vòng trong: 2021  
Vòng ngoài: 2022

Nguồn: VHC, VCBS tổng hợp

Doanh thu theo sản phẩm của VHC cũng cải thiện rõ rệt trong năm nay. Màng cá tra fillet và các sản phẩm GTGT từ cá tăng 41%, màng C&G tăng 38%, các loại phụ phẩm và mặt

hàng khác tăng 71%. Tính tới thời điểm tháng 1/2023, VHC cũng đã ký thêm được nhiều đơn hàng mới để xuất khẩu cho đến giữa năm 2023.



Nguồn: VHC, VCBS tổng hợp

#### **Cân nhắc mở rộng quy mô sản xuất C&G**

Trong năm 2022 vừa qua, mảng C&G vẫn duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức 30%. Các đơn hàng trong năm ngoài tăng mạnh khiến các nhà máy của Vinh Wellness đã chạy hết công suất. Tuy nhiên, giá các mặt hàng C&G đã giảm từ quý 4/2022, mức giá chưa được như kỳ vọng của doanh nghiệp, nên ban lãnh đạo đang cân nhắc về việc mở thêm một line sản xuất mới cho mảng này, nâng tổng công suất từ 3.500 lên 5.200 tấn/năm. Việc tăng quy mô sản xuất được kỳ vọng sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp của VHC cho mảng C&G lên 40-60%.

#### **Nhà máy Thành Ngọc vẫn đang duy trì tiến độ xây dựng**

Vĩnh Hoàn dự kiến sẽ hoàn thiện nhà máy Thành Ngọc vào tháng 5/2023. Hiện tại, VHC vẫn đang thuê nhà máy ở bên ngoài để sản xuất những lô hàng đầu tiên cho mảng hoa quả sấy. Với công nghệ hiện đại sấy thăng hoa (giúp hoa quả giữ được nhiều khoáng chất, vitamin và vị ngọt tự nhiên), VHC đáp ứng được những tiêu chuẩn khắt khe và xuất khẩu mặt hàng mới của mình vào các thị trường Nhật Bản, Mỹ và Châu Âu. Vĩnh Hoàn sẽ tận dụng tối đa các đối tác bán lẻ mà mình đang có với mảng xuất khẩu cá tra để chào bán sản phẩm hoa quả sấy của mình.

#### **Dự báo KQKD:**

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	9.054	13.239	13.227	13.394
+/- yoy (%)	28,66%	46,22%	-0,09%	1,26%
LNST (tỷ đồng)	1.107	2.015	1.746	1.768
+/- yoy (%)	54%	82%	-13%	1%
ROA – TTM (%)	12,66%	17,40%	12,66%	12,27%
ROE – TTM (%)	18,81%	26,18%	19,09%	16,74%
EPS - TTM (đồng)	6.040	10.815	9.331	9.386

## RỦI RO ĐẦU TƯ

Do ngành cá tra có tính chất chu kỳ, quý 4 hàng năm là thời kỳ cao điểm của ngành do cận kề các dịp lễ Tết. Giá cá sẽ hạ nhiệt dần trong nửa đầu năm 2023 khiến các doanh nghiệp sẽ ghi nhận doanh thu tăng trưởng âm và bắt đầu hồi phục từ khoảng quý 3/2023.

Hiện tượng thời tiết nóng lên ảnh hưởng đến việc chăn nuôi cá tra. Đồng thời, điều kiện thời tiết nắng nóng sẽ làm sụt giảm năng suất gieo trồng các loại cây ngũ cốc khiến giá nguyên liệu đầu vào cho thức ăn chăn nuôi vẫn duy trì ở mức cao.



## **ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG**

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## **THÔNG TIN LIÊN HỆ**

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Giám đốc Phân tích Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang, CFA**  
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu  
ldquang@vcbs.com.vn

**Phạm Thu Hường**  
Chuyên viên Phân tích Nghiên cứu  
pthuong@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<http://www.vcbs.com.vn>