

Ngành thủy sản

TRUNG LẬP



Doanh thu đã có những tăng trưởng ấn tượng do giá bán trung bình được cải thiện và sự trượt giá của VND

Giá trị xuất khẩu thủy sản Việt Nam đã có mức tăng trưởng đáng kể, đạt USD4.35 tỷ (+24% y-o-y) trong 9 tháng đầu năm 2011, trong đó hoạt động xuất khẩu tôm đóng góp USD1.69 tỷ (+19% y-o-y) và xuất khẩu cá tra đóng góp USD1.32 tỷ (+ 29% y-o-y). Kết quả khả quan này chủ yếu do giá xuất khẩu tăng cao tại hầu hết các thị trường tiêu thụ.

Lợi nhuận gộp không tăng tương ứng với doanh thu do giá nguyên liệu leo thang

Mặc dù nhu cầu xuất khẩu gia tăng trong 9 tháng đầu năm, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng của hầu hết các công ty trong ngành không được cải thiện tương ứng, chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào tăng cao. Theo nhận định của chúng tôi, i) khả năng diện tích nuôi cá tra bị thu hẹp và rủi ro từ các dịch bệnh trên tôm, ii) sự gia tăng chi phí đầu vào, và iii) nhu cầu xuất khẩu tăng cao trong những tháng cuối năm sẽ tiếp tục đẩy giá nguyên liệu và tạo áp lực giảm biên lợi nhuận của các công ty thủy sản.

Xu hướng mở rộng đầu tư các khâu đầu vào trong chuỗi giá trị thặng dư

Chúng tôi nhận thấy rằng doanh nghiệp thủy sản không còn hoàn toàn tập trung vào chế biến và xuất khẩu mà mở rộng phát triển vùng nguyên liệu, thức ăn thủy sản, con giống nhằm i) đáp ứng các tiêu chuẩn, chứng nhận nuôi trồng và chế biến của nhà nhập khẩu, ii) cải thiện khả năng kiểm soát chi phí với mục tiêu gia tăng tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) trong khi mức độ kiểm soát giá bán thấp.

Nhận định – TRUNG LẬP

Mặc dù kết quả xuất khẩu khả quan trong năm nay, chúng tôi vẫn giữ quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành thủy sản và dự đoán xu hướng hợp nhất, sát nhập trong thời gian tới, đặc biệt là các công ty nhỏ trong bối cảnh lãi suất và giá nguyên liệu tăng cao như hiện nay. Chúng tôi thu hẹp danh mục các công ty thủy sản và tập trung vào ba công ty có thị phần lớn và lợi thế cạnh tranh giúp các doanh nghiệp duy trì hoạt động trong tình hình kinh tế khó khăn hiện nay bao gồm: Vĩnh Hoàn (VHC), Hùng Vương (HVG) và Minh Phú (MPC).

Lê Thị Khánh An, ACCA
an.ltk@sbsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc
ngoc.nhb@sbsc.com.vn
 +84 (8) 62 686 868, ext: 8854

Bảng 1: Thông tin tài chính

Mã CK	Giá hiện hành	Vốn hóa thị trường	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Lợi nhuận ròng 9M11	Lợi nhuận dự phóng FY11	PE	Khối lượng giao dịch	Tỷ lệ biến động		
	(VND)	(VND 'tỷ)		(VND)	(VND 'tỷ)	(VND 'tỷ)		3M	1M	3M	YTD
MPC	21,000	1,428	SELL	17,500	205	278	4.4	22,900	-1%	-1%	-30%
VHC	29,300	1,411	BUY	39,000	288	330	5.5	6,500	-15%	-1%	-1%
HVG	22,100	1,470	BUY	32,700	321	423	5.0	86,900	17%	37%	-4%

Nguồn: SBS

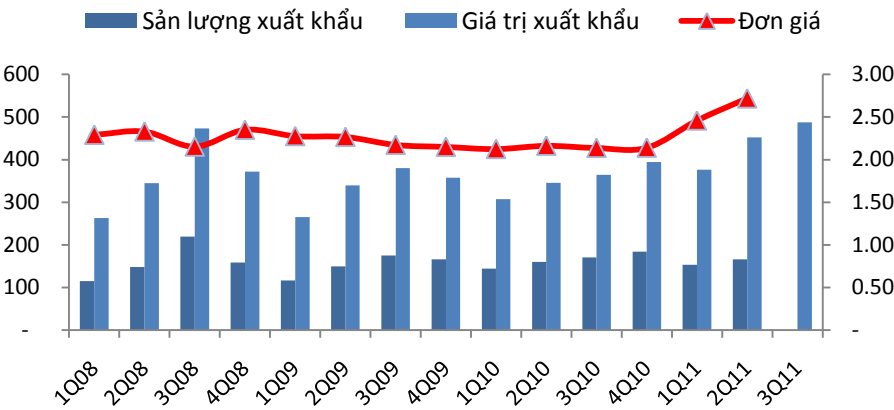


Kim ngạch xuất khẩu tăng cao do sự cải thiện của đơn giá bình quân và mức trượt giá của VND

Xuất khẩu thủy sản Việt Nam ghi nhận kim ngạch USD4.35 bn (+24% y-o-y) trong 9 tháng đầu năm 2011, trong đó hoạt động xuất khẩu tôm đóng góp USD1.69 tỷ (+19% y-o-y) và xuất khẩu cá tra đóng góp USD1.32 tỷ (+ 29% y-o-y). Kết quả này chủ yếu đến từ tốc độ tăng trưởng giá xuất khẩu - được thúc đẩy bởi các yếu tố: (i) tình hình lạm phát toàn cầu, (ii) nhu cầu tiêu thụ hàng hóa rẻ tăng cao trong bối cảnh kinh tế thế giới khó khăn và (iii) giá nguyên liệu tăng. Giá cá tra xuất khẩu tăng 21% y-o-y, đạt mức cao nhất trong 3 năm trở lại đây. Tương tự, giá tôm xuất khẩu trong 9 tháng đầu năm cũng tăng 15% y-o-y.

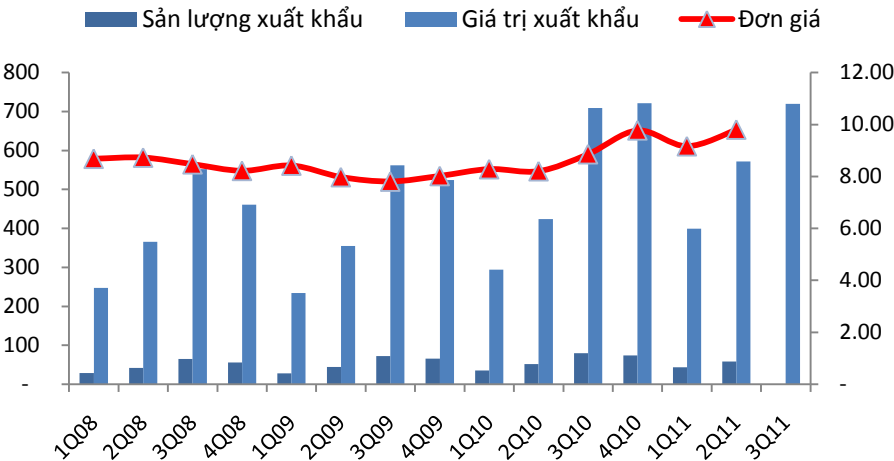
Ngoài ra, mức trượt giá 11% của VND trên USD cũng góp phần ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu khả quan trong 9 tháng đầu năm đối với các doanh nghiệp xuất khẩu.

Bảng 2: Xuất khẩu cá tra



Nguồn: VASEP, SBS

Bảng 3: Xuất khẩu tôm đông lạnh



Nguồn: VASEP, SBS

Các tín hiệu tích cực từ thị trường tiêu thụ

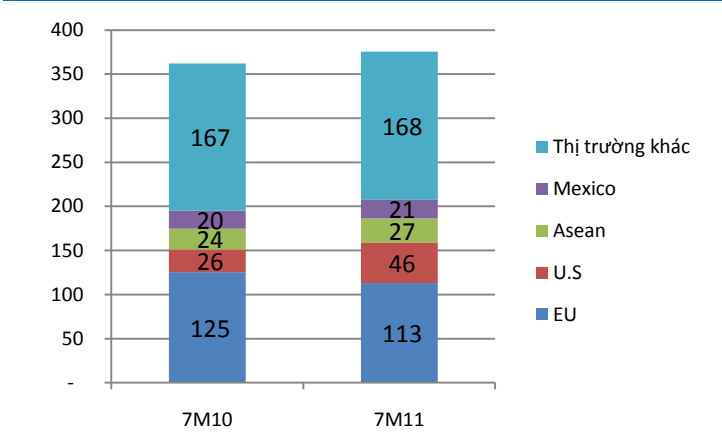
Với kết quả khả quan trong 9 tháng đầu năm, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu thủy sản Việt Nam (VASEP) đã đưa ra mức dự phóng USD5.5 tỷ cho giá trị xuất khẩu thủy sản Việt Nam trong năm 2011.

Thị trường xuất khẩu cá tra: EU vẫn là thị trường lớn nhất của thủy sản Việt Nam nhưng sự tăng trưởng mạnh chủ yếu đến từ thị trường Mỹ. Giá trị xuất khẩu kỳ vọng vượt USD1.5 tỷ trong năm 2011 – VASEP dự phóng.

Thị trường Mỹ: diện tích nuôi cá da trơn tại Mỹ đã giảm dần từ năm 2008, dẫn đến tình trạng thiếu nguồn cung cấp cá da trơn nội địa. Năm 2011, quy mô trên tiếp tục giảm 39% y-o-y, làm cho sản lượng chế biến giảm 32%. Do vậy, sản lượng nhập khẩu tăng 41% để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ trong nước (theo số liệu thống kê đến 7M11). Các chuyên gia nhận định rằng sẽ không có nhiều nông dân mở rộng vùng nuôi do chi phí đầu vào có khả năng tiếp tục gia tăng. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ cao hơn đối với cá tra Việt Nam tại thị trường Mỹ, mặc dù thuế chống bán phá giá và khả năng thông qua những dự luật mới nhằm bảo hộ ngành cá nội địa vẫn là những rủi ro chính trong thị trường này.

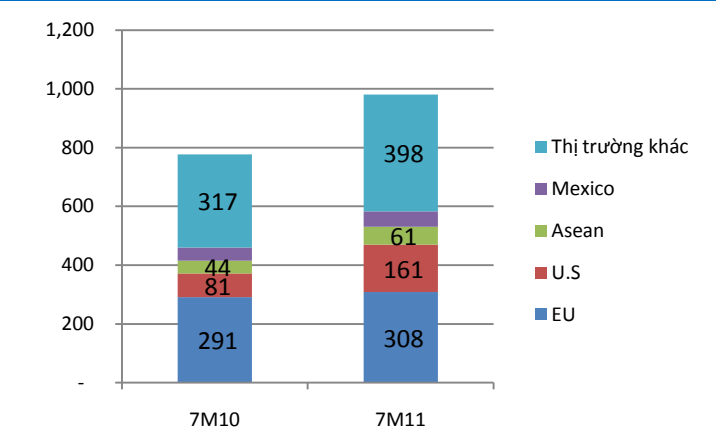
Thị trường EU: Sau khi giảm nhẹ từ đầu năm 2011, xuất khẩu cá tra đã có dấu hiệu phục hồi từ tháng 8/2011 do nhu cầu dự trữ hàng cho dịp lễ, tết vào cuối năm.

Bảng 4: Sản lượng xuất khẩu cá tra (ngàn tấn)



Source: VASEP

Bảng 5: Giá trị xuất khẩu cá tra (USD ‘triệu)

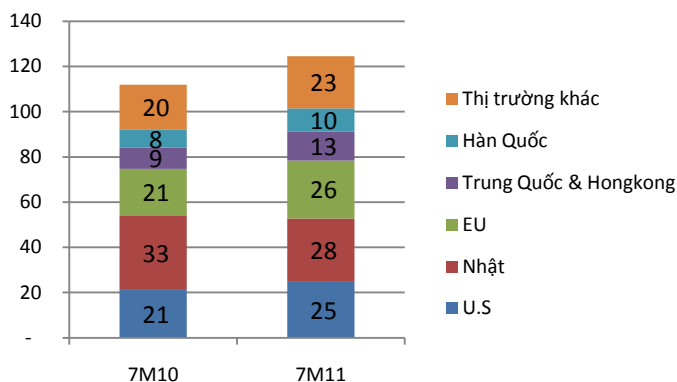


Source: VASEP

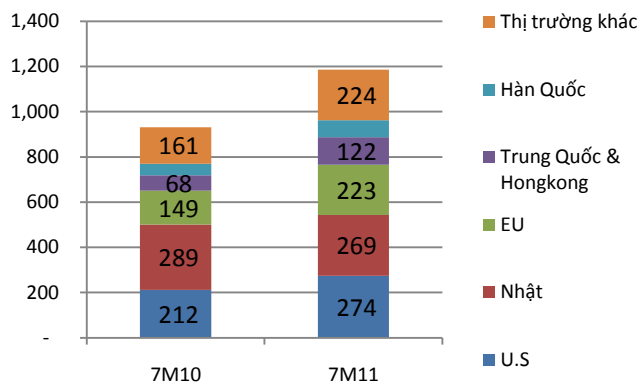
Thị trường xuất khẩu tôm: sản lượng giảm tại Nhật - thị trường lớn nhất xuất phát từ yêu cầu nghiêm ngặt về các tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm. Tuy nhiên, VASEP dự kiến kim ngạch xuất khẩu trong năm 2011 sẽ đạt USD2.1 tỷ, vượt kỷ lục năm ngoái.

Thị trường Nhật: Trái với sự tăng trưởng mạnh mẽ của hoạt động nhập khẩu tôm tại hầu hết các thị trường, trong 7 tháng đầu năm 2011, sản lượng xuất khẩu tôm Việt Nam tới thị trường Nhật giảm 15% y-o-y. Đây là kết quả từ thiên tai tại quốc gia này vào cuối tháng 3/2011 và việc phát hiện dư lượng kháng sinh vượt quá mức cho phép trong các lô hàng thủy sản Việt Nam, đặc biệt là chất Enrofloxacin (5M11 – không có cảnh báo, tháng 6 – 6 lô hàng, tháng 7 – 3 lô hàng, tháng 8 – 7 lô hàng, đầu tháng 9 – 4 lô hàng). Điều này ảnh hưởng xấu đến hình ảnh và uy tín thủy sản Việt Nam, đồng thời làm giảm khả năng cạnh tranh tại thị trường này. VASEP đã đề nghị Tổng cục thủy sản cấm sử dụng Enrofloxacin trong hoạt động nuôi tôm. Bên cạnh đó, NAFIQAD (Cục quản lý chất lượng Nông lâm sản và Thủy sản) và VASEP đã đề nghị Ủy ban An toàn Thực phẩm của Nhật xem xét mức kháng sinh cho phép do các giới hạn này cao hơn 10 lần so với các thị trường khác.

Thị trường Mỹ: các nhà xuất khẩu Việt Nam đang phải đối mặt với sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các đối thủ Ấn Độ. Từ đầu năm 2011, nhiều quốc gia cung cấp tôm lớn nhất Châu Á như Việt Nam, Thái Lan, Trung Quốc đều chịu ảnh hưởng bởi thiên tai và dịch bệnh, trong khi Ấn Độ ghi nhận một mùa vụ tôm thẻ chân trắng suôn sẻ với diện tích nuôi được mở rộng. Nguồn cung ổn định và giá bán cạnh tranh đã giúp cho Ấn Độ tăng gần gấp đôi thị phần tại Mỹ (từ 3.4% tăng 6.8%), cạnh tranh trực tiếp trong phân khúc tôm cỡ lớn với Việt Nam.

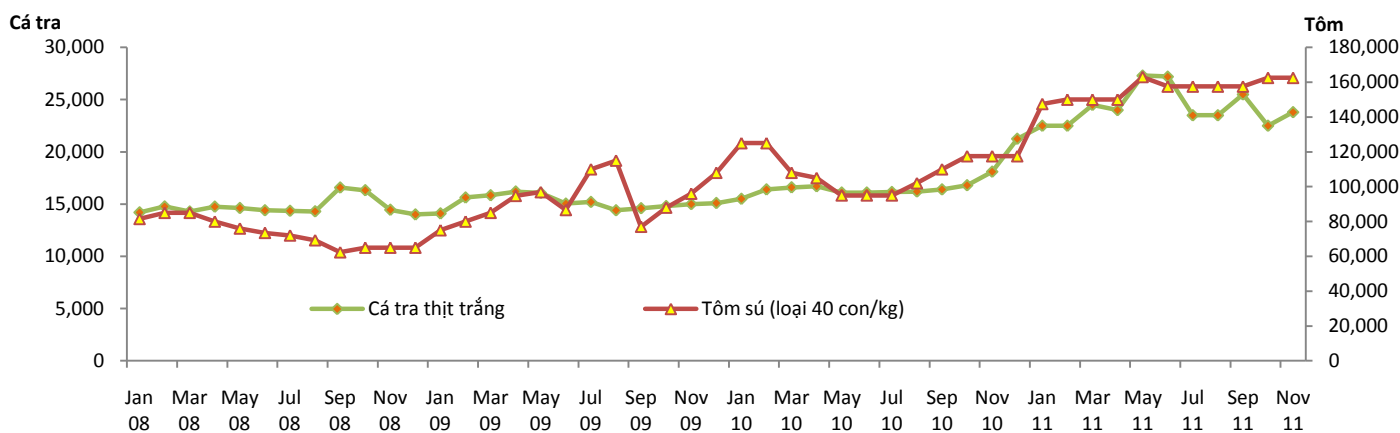
Bảng 6: Sản lượng xuất khẩu tôm đông lạnh (ngàn tấn)

Source: VASEP

Bảng 7: Giá trị xuất khẩu tôm đông lạnh (USD'triệu)

Tỷ suất lợi nhuận không tăng trưởng tương ứng với doanh thu do giá nguyên liệu tăng cao

Qua trao đổi với ban lãnh đạo các doanh nghiệp xuất khẩu cho thấy mặc dù nhu cầu xuất khẩu ngày càng tăng đem về doanh thu cao hơn trong 9M11, tuy nhiên sự tăng trưởng lợi nhuận ròng của hầu hết các công ty thủy sản khá thấp so với mức độ cải thiện doanh thu, chủ yếu do giá nguyên liệu leo thang (tăng từ 45% - 51% y-o-y). Theo quan điểm của chúng tôi, việc thu hẹp diện tích nuôi cá tra và khả năng dịch bệnh tôm vẫn là những nguy cơ chính dẫn đến thiếu hụt nguồn cung trong cuối năm 2011 và đầu năm 2012. Ngoài ra, sự gia tăng của chi phí đầu vào (như con giống, thức ăn thủy sản, điện,...) và nhu cầu xuất khẩu cao trong 4Q11 cũng tác động đẩy giá nguyên liệu tăng cao và làm giảm tỷ suất lợi nhuận của các công ty trong ngành.

Bảng 8: Giá nguyên liệu (VND/kg)

Nguồn: VASEP

Xu hướng mở rộng đầu tư các khâu đầu vào trong chuỗi giá trị thặng dư

Chúng tôi nhận thấy rằng doanh nghiệp thủy sản không còn hoàn toàn tập trung vào chế biến và xuất khẩu, mà mở rộng phát triển vùng nguyên liệu, thức ăn thủy sản, con giống. Các nhân tố thúc đẩy xu hướng này bao gồm i) đáp ứng các tiêu chuẩn, chứng nhận nuôi trồng và chế biến của nhà nhập khẩu như chứng nhận GlobalGAP, BAP - chứng nhận “Thực hiện Nuôi trồng Thủy sản tốt nhất”..., ii) cải thiện khả năng kiểm soát chi phí với mục tiêu gia tăng tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) trong khi mức độ kiểm soát giá bán thấp. Tuy nhiên, hoạt động này đòi hỏi vốn đầu tư cao. Vì vậy, chúng tôi dự đoán xu hướng hợp nhất sẽ diễn ra trong thời gian tới và kỳ vọng các doanh nghiệp quy mô lớn với thị phần và lợi thế cạnh tranh cao có thể vượt qua giai đoạn này một cách hiệu quả.

Bảng 9: Quy mô đầu tư vào chuỗi giá trị của một số công ty thủy sản

	Con giống	Thức ăn thủy sản	Diện tích nuôi
<i>VHC</i>	70triệu cá giống/năm	140,000 tấn/năm	320 ha
	đáp ứng 36% nhu cầu vùng nuôi	cung cấp 60% nhu cầu nuôi trồng	đáp ứng 60% nhu cầu chế biến
<i>HVG</i>		130,000 tấn/năm -	370 ha -
		cung cấp gần 50% nhu cầu nuôi trồng	đáp ứng gần 60% nhu cầu chế biến
<i>MPC</i>	65 triệu tôm post/năm - đáp ứng hơn 70% nhu cầu vùng nuôi		1,200 (600ha diện tích mặt nước) đáp ứng 20% nhu cầu chế biến

Nguồn: VASEP

NHẬN ĐỊNH VỀ NGÀNH

Xuất khẩu thủy sản Việt Nam đã bước vào giai đoạn ổn định với sản lượng trung bình đạt 1.2 – 1.3 triệu tấn/năm từ năm 2008 (610 – 660 triệu tấn sản phẩm cá tra, hơn 240 tấn sản phẩm tôm). Các doanh nghiệp trong ngành tiếp tục tìm kiếm khách hàng mới, tuy nhiên, những thị trường này chiếm tỷ trọng không đáng kể trong xuất khẩu hàng năm, trong khi khả năng mở rộng thị phần xuất khẩu tại các khu vực truyền thống thấp (EU, Mỹ, Nhật) do mức độ cạnh tranh cao hơn từ các đối thủ khác (Trung Quốc, Thái Lan, Indonesia, Ấn Độ...).

Thách thức từ thị trường xuất khẩu – nhiều rào cản phía trước. Chúng tôi tin rằng những rào cản từ các thị trường nhập khẩu luôn hiện hữu, các nhà sản xuất cần có tầm nhìn xa để vượt qua các rào cản thương mại đi đôi với xu hướng bảo hộ ngành thủy sản nội địa ngày càng tăng tại các thị trường tiêu thụ.

Mức độ cạnh tranh giữ các doanh nghiệp xuất khẩu tăng. Việc cạnh tranh không lành mạnh trong giá bán giữa các công ty xuất khẩu đến từ thực tế tổng công suất chế biến cả nước gần gấp đôi so với nhu cầu xuất khẩu (1.1 – 1.3 triệu tấn/năm). Ngoài ra, số lượng lớn các doanh nghiệp trong ngành ~ 900 doanh nghiệp (221 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra và 321 doanh nghiệp xuất khẩu tôm) cũng tác động mạnh đến khả năng đàm phán giá bán của các doanh nghiệp Việt Nam.

Giữ nguyên nhận định TRUNG LẬP đối với ngành thủy sản Việt Nam và thu hẹp danh mục, tập trung vào 3 cổ phiếu HVG, MPC & VHC. Theo dự kiến xu hướng hợp nhất sẽ diễn ra trong thời gian tới, đặc biệt đối với các công ty nhỏ trong bối cảnh lãi suất và giá nguyên liệu cao như hiện nay, chúng tôi tập trung vào 3 doanh nghiệp lớn với nhiều lợi thế hơn so với mặt bằng chung, bao gồm hai công ty hàng đầu trong xuất khẩu cá tra với chiến lược phát triển khác nhau: VHC với chiến lược phát triển theo chiều sâu, HVG với chiến lược mở rộng quy mô thông qua hoạt động sáp nhập, mua lại và MPC – doanh nghiệp xuất khẩu tôm hàng đầu Việt Nam.

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsc.com.vn

Singapore (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette Phường Nguyễn Thái
Bình Ward, Quận 1, TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn
Kiếm Hà Nội Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsc.com.vn