

## THEO DÕI

Giá mục tiêu: **76.400 VND (▲8%)**

Cập nhật: 22/11/2023

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** Nhu cầu tiêu thụ cá tra phục hồi ở các thị trường xuất khẩu.

**Tiêu cực:** Tín hiệu phục hồi chưa rõ ràng, tốc độ cải thiện giá cá tra còn yếu. Lạm phát kéo dài ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ

**Khuyến nghị:** Nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá **67.000 – 69.000 VND/cp**.



### Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Thủy sản
Giá hiện tại (VND/cp)	71.000
Vốn hóa (Tỷ VND)	13.318
Số lượng CPLH (triệu cp)	183,3
EPS 4 quý gần nhất	5.519
P/E (22/11/2023)	12,53
Cao nhất 52 tuần	86.300
Thấp nhất 52 tuần	53.300

# VHC

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn

# DSC

## TỔNG QUAN

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp hoạt động trong ngành thủy sản, chuyên nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu cá tra và các mặt hàng giá trị gia tăng từ cá tra. Công ty có lợi thế về nguồn cung cấp nguyên liệu với vị trí nằm tại Đồng Tháp - một trong những vùng có môi trường và điều kiện tốt nhất để nuôi cá tra.

Sở hữu chuỗi giá trị khép kín tự chủ gần như toàn phần, VHC là doanh nghiệp đầu ngành và luôn giữ vững vị thế top 1 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ. Đây cũng là doanh nghiệp đầu tiên ở Việt Nam thành công sản xuất Collagen và Gelatin từ da cá tra.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

**Giá cá tra nguyên liệu vẫn ở mức thấp, nỗ lực tối ưu hóa chi phí đầu vào**

Giá cá tra nguyên liệu 9 tháng đầu năm vẫn neo ở mức thấp, dao động trong khoảng 25.500 – 27.500 VND/kg, thấp hơn cùng kỳ năm ngoái từ 1.500 - 2.000 VND/kg.

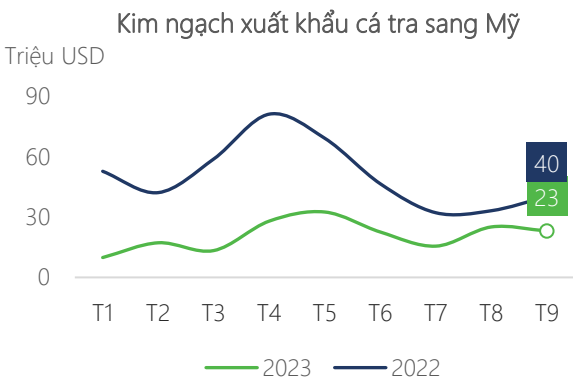
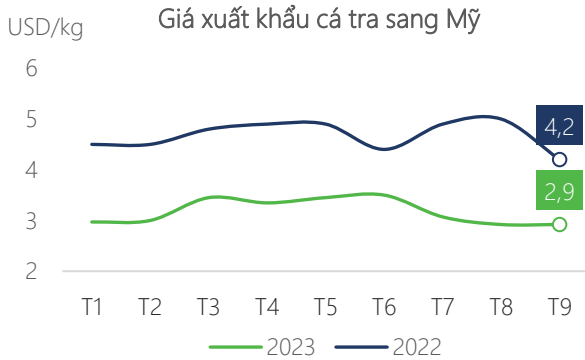
Bên cạnh đó, nhà máy thức ăn chăn nuôi Feedone đi vào hoạt động cũng giúp VHC tối ưu hóa lợi nhuận hoạt động nuôi trồng, khống chế được chi phí đầu vào và nới rộng biên lợi nhuận. Dự kiến nhà máy Feedone sẽ đóng góp 10-20% lợi nhuận thuần của VHC trong năm 2023.

Việc hoàn thiện chuỗi giá trị cá tra giúp VHC quản lý được chất lượng cá thu hoạch, đảm bảo tiêu chuẩn đầu ra cho các thị trường khó tính.

**Giá xuất khẩu giảm, sức tiêu thụ yếu**

Trong 10 tháng đầu năm 2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam ghi nhận 1,5 tỷ USD, giảm 29% svck 2022. Nhu cầu tiêu dùng thấp khiến xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 23% svck. Với thị trường Mỹ, kim ngạch xuất khẩu cá tra 10 tháng đầu năm giảm tới hơn một nửa so với cùng kỳ năm 2022, chỉ đạt 228 triệu USD.

Giá bán cá tra hiện nay cũng đang ở mức thấp, ở thị trường Trung Quốc cá tra có giá trung bình là 2,2 USD/kg, trong khi



giá xuất khẩu sang thị trường Mỹ ghi nhận mức thấp nhất kể từ đầu năm, chỉ đạt 2,92 USD/kg.

Nhìn chung, cả giá bán và sản lượng xuất khẩu cá tra đều giảm sâu so với năm 2022. Cuộc chiến Nga-Ukraine đã làm trầm trọng hơn tình hình suy thoái kinh tế toàn cầu. Đặc biệt là tại Mỹ - thị trường chính của VHC, lạm phát kéo dài và tình trạng thất nghiệp gia tăng khiến người dân giảm chi tiêu, dẫn đến mặt hàng cá tra tiêu thụ chậm, lượng tồn kho cao. Các yếu tố trên đã khiến quốc gia này giảm nhập khẩu cá tra từ cuối 2022 đến nay.

Dự báo xuất khẩu cá tra sẽ phục hồi nhẹ kể từ Quý 4 2023 khi nhu cầu tăng trong mùa lễ hội cuối năm và giá xuất khẩu cá tra đang có tín hiệu tạo đáy. Theo VASEP, hiện nay Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA) đang tìm mua 5,96 triệu pound phi lê cá tra và cá da trơn đông lạnh phục vụ cho chương trình phân phối thực phẩm trong nước. Đây là cơ hội để những doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn như VHC cải thiện tình hình kinh doanh trong quý cuối cùng của năm 2023.

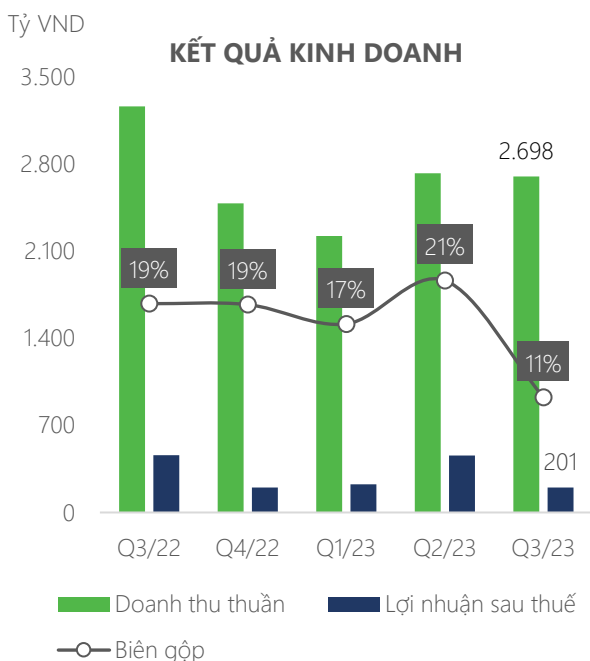
## KẾT QUẢ KINH DOANH

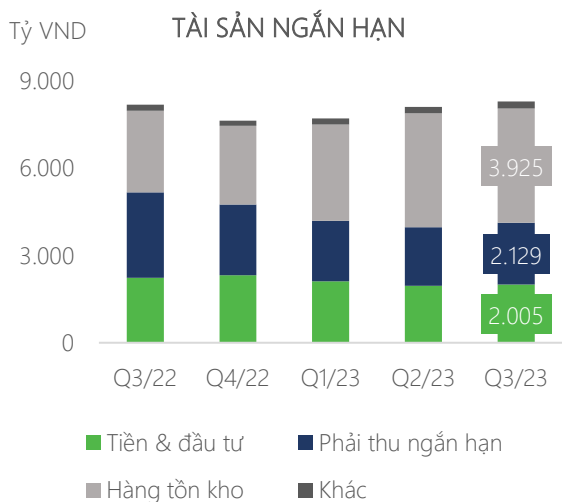
### Kinh doanh gặp khó, lợi nhuận chia đôi

Quý 3/2023, doanh thu thuần của VHC ghi nhận 2.968 tỷ, giảm 17% svck. Giá vốn hàng bán không giảm nhiều khiến cho lợi nhuận gộp chỉ đạt 285 tỷ (-54% YoY), biên lợi nhuận cũng bị thu hẹp còn 11%.

Chi phí tài chính được doanh nghiệp tiết giảm 58% còn 45 tỷ đồng, các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cũng giảm nhẹ svck. Sau khi khấu trừ các khoản chi phí, lợi nhuận sau thuế của VHC giảm mạnh còn 201 tỷ đồng (-56% YoY).

Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC đạt lần lượt 7.643 tỷ (-29% YoY) và 884 tỷ (-51% YoY). Bức tranh kinh doanh kém sắc so với năm 2022 do sản lượng và giá xuất khẩu cá tra giảm xuống mức thấp. Dự kiến kết quả kinh doanh của VHC sẽ được cải thiện trong Q4.2023 và phục hồi mạnh mẽ từ Q2.2024 nhờ nhu cầu tiêu thụ và giá bán tăng trở lại.

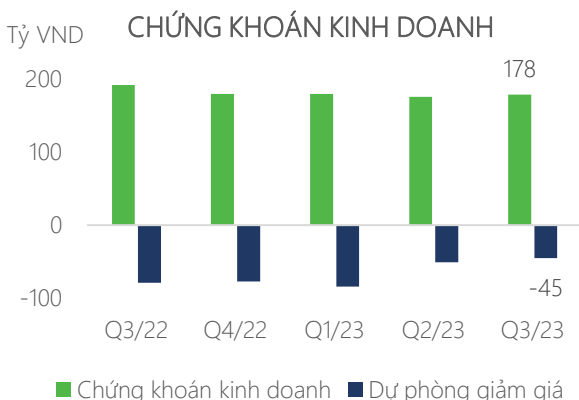




### Hàng tồn kho tăng do tiêu thụ kém

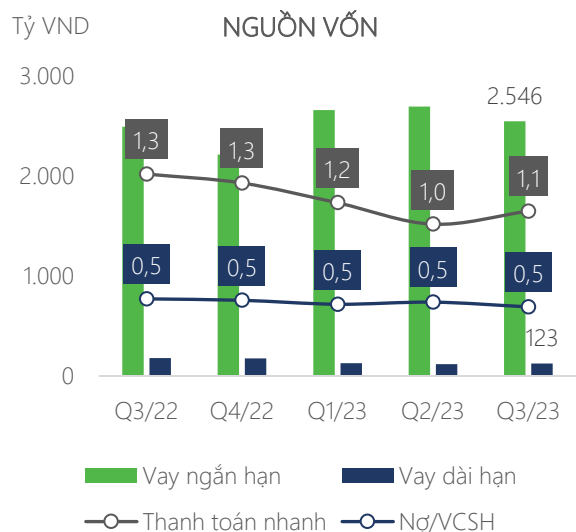
Tại ngày 30/09/2023, tổng tài sản của VHC đạt 12.366 tỷ, tăng nhẹ so với đầu năm, chủ yếu là do tài sản ngắn hạn tăng 8% lên mức 8.303 tỷ. Trong đó, VHC đang nắm giữ 2.005 tỷ tiền mặt và đầu tư tài chính. Khoản phải thu ngắn hạn giảm 12% so với đầu năm còn 2.129 tỷ, phần lớn là phải thu của khách hàng.

Hàng tồn kho là khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất với 3.925 tỷ, tăng 1.212 tỷ so với đầu năm. Đây là mức khá cao bởi các năm trước hàng tồn kho của VHC thường duy trì dưới mức 2.000 tỷ. Nhu cầu tiêu thụ yếu ớt khiến cho hàng tồn kho của VHC có xu hướng tăng kể từ Q4.2022.



### Kinh doanh chứng khoán nếm trái đắng

Trong danh mục chứng khoán kinh doanh, VHC đang nắm giữ các cổ phiếu bất động sản NLG, DXS và KBC với tổng giá trị gốc là 178 tỷ đồng. Trong khi đó, giá trị hợp lý của lượng cổ phiếu này tại ngày 30/09/2023 ghi nhận 133 tỷ, tương đương giảm 25% so với giá gốc. Như vậy, khoản đầu tư này đang mang lại khoản lỗ 45 tỷ cho VHC. Tuy khoản dự phòng giảm giá đã giảm so với các quý trước, việc đầu tư chứng khoán đang không có hiệu quả khi VHC đã phải liên tục trích lập dự phòng trong 7 quý liên tiếp.



### Tài chính tương đối lành mạnh nhưng lo ngại đến từ dòng tiền kinh doanh

Kết thúc Q3.2022, tổng nợ phải trả của VHC tăng nhẹ so với đầu năm lên mức 3.902 tỷ. Trong đó phần lớn là vay ngắn hạn tăng 15%, ghi nhận 2.546 tỷ, vay dài hạn giảm 30% còn 123 tỷ. Bức tranh tài chính của VHC khá lành mạnh với khả năng thanh toán nhanh duy trì trên mức 1 lần và tỉ lệ nợ/vốn chủ sở hữu dao động quanh mức 0,5 lần, đây là mức đòn bẩy an toàn.

Tuy khả năng thanh toán các khoản nợ không có vấn đề rủi ro, dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh tại thời điểm cuối Q3 đang âm 231 tỉ đồng. Việc dòng tiền này đã âm 3 quý liên tiếp cho thấy nguồn tiền từ kinh doanh đang không đủ để bù đắp cho lượng tiền phải chi ra.

## ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

### Thông tin cổ tức

Trong giai đoạn 2020-2022, VHC duy trì mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức 20%. Tuy nhiên, năm 2022 bên cạnh việc trả cổ tức bằng tiền mặt, VHC sẽ trả cổ tức bằng cả cổ phiếu với tỷ lệ 20% với mục đích tăng vốn điều lệ.

### Định giá

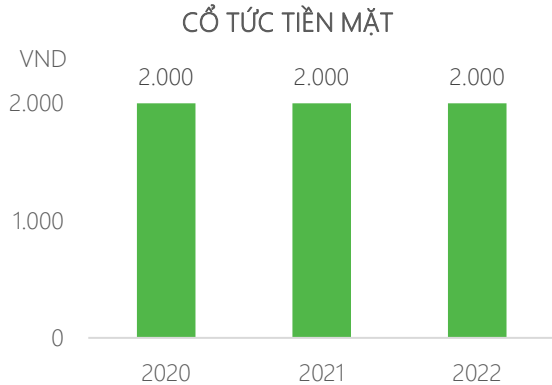
P/E của VHC tại giá đóng cửa ngày 22/11/2023 đạt 12,57 lần, cao hơn so với mức P/E trung bình 2 năm (10 lần) và thấp hơn trung bình ngành (15,5 lần).

### Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC thận trọng dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC năm 2024 đạt lần lượt 11.445 tỷ (-41% YoY) và 1.476 tỷ (+24% YoY).

EPS 2024F dự kiến đạt 7.644 VND/cp. Sử dụng mức P/E hợp lý là 10 lần, giá mục tiêu của VHC 2024 là **76.400 VND/cp, upside 8%** so với giá đóng cửa ngày 22/11/2023.

Do nhu cầu tiêu thụ và giá xuất khẩu cá tra vẫn tồn tại rủi ro phục hồi chậm hơn dự báo, chúng tôi khuyến nghị theo dõi thêm đối với cổ phiếu VHC.



(Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	13.320	10.452	11.445
Tăng trưởng DTT	+46%	-22%	+10%
Lợi nhuận sau thuế	2.013	1.190	1.476
Tăng trưởng LNST	+82%	-41%	+24%
EPS (VND/cp)	10.266	6.165	7.644



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

**Trương Thái Đạt,**  
GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

**Phạm Vân Trang,**  
Chuyên viên Phân tích  
trang.pv@dsc.com.vn

**Nguyễn Minh Tuấn,**  
Chuyên viên Phân tích  
tuan.nm@dsc.com.vn

**Tiền Quốc Việt,**  
Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

**Phan Duy Thành,**  
Chuyên viên Phân tích  
thanh.pd@dsc.com.vn

**Nguyễn Vũ Thái Sơn,**  
Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

**Nguyễn Hoàng Hiệp,**  
Trưởng nhóm vĩ mô  
hiep.nh@dsc.com.vn