

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HSX: VHC)
Lê Quốc Trung

Chuyên viên phân tích

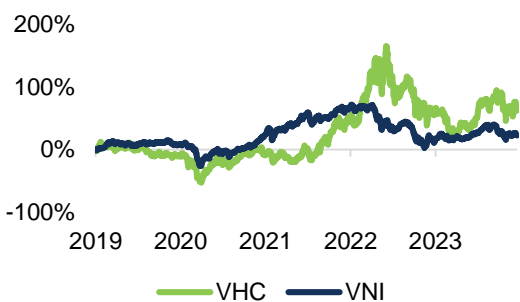
 Email: trunglq@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext : 7585

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu VHC và VNINDEX


Thông tin giao dịch	26/12/2023
Giá hiện tại (đồng/cp)	74.300
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	84.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	53.400
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	183,38
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	183,38
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	804.390
% sở hữu nước ngoài	31,3%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.834
Vốn hóa (tỷ đồng)	13.542
P/E trailing 12 tháng (lần)	13x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	5.522

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Vĩnh Hoàn
Địa chỉ	Quốc lộ 30, Phường 11, TP. Cao Lãnh, tỉnh Đồng Tháp
Doanh thu chính	Chế biến cá tra xuất khẩu
Chi phí chính	Chi phí cá tra nguyên liệu
Rủi ro chính	Nguồn cung cá nguyên liệu toàn ngành tăng ngoài dự kiến, rào cản chất lượng và thuế quan

Giá thị trường:	74.300	Khuyến nghị
Giá mục tiêu:	80.900	THEO DÕI
Chênh lệch:	+9%	

KỶ VỌNG HOẠT ĐỘNG XUẤT KHẨU PHỤC HỒI MẠNH MẼ TỪ 2H/2024

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu **VHC - CTCP Vĩnh Hoàn** niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu VHC là **80.900 đồng/cp**, cao hơn 9% so với mức giá hiện tại.

Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VHC. Nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu VHC có thể cân nhắc chốt lời khi giá cổ phiếu chạm giá mục tiêu hoặc xem xét mua vào tại mức giá 70.300 đồng/cp, tương ứng với mức tỷ suất sinh lợi 15% so với giá mục tiêu. Khuyến nghị này đưa ra dựa trên các luận điểm sau:

➤ LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **VHC hưởng lợi từ cán cân cung - cầu toàn ngành kỳ vọng thâm hụt từ 2H/2024.** Chúng tôi cho rằng nguồn cung cá tra thắt chặt do hệ quả giá cá nguyên liệu thấp trong năm 2023, kết hợp dự báo nhu cầu cá tra phục hồi trên diện rộng sẽ khiến cán cân cung - cầu cá tra thâm hụt từ 2H/2024. Chúng tôi kỳ vọng sự thâm hụt này sẽ hỗ trợ phục hồi giá bán bình quân và biên gộp của VHC. Chúng tôi dự phóng giá bán bình quân và biên gộp năm 2024 của VHC lần lượt đạt 3,21 USD/kg (+8% YoY) và 19,6% (+2,2 đpt YoY). ([chi tiết](#))
- **Doanh thu xuất khẩu sang thị trường chủ lực Mỹ (chiếm bình quân 40% tổng doanh thu) kỳ vọng phục hồi 27% YoY, đạt 3.820 tỷ trong năm 2024.** Trong 9T/2023, doanh thu xuất khẩu cá tra sang Mỹ của VHC đạt 2.377 tỷ đồng (giảm 52% YoY), do tình trạng lạm phát tăng cao đã khiến người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng lạm phát thực phẩm hạ nhiệt, kết hợp dự báo thu nhập thực cải thiện sẽ hỗ trợ nhu cầu cá tra phục hồi tại thị trường này. ([chi tiết](#))

➤ YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- **Thuế chống bán phá giá (CBPG) tại Mỹ.** Trong T9/2023, Bộ Thương Mại Mỹ công bố kết quả sơ bộ thuế CBPG lần thứ 19 có lợi với toàn ngành cá tra Việt Nam. Trong năm 2024, chúng tôi đánh giá bối cảnh cạnh tranh tại Mỹ sẽ chưa thay đổi đáng kể do khả năng mở rộng hạn chế của các doanh nghiệp mới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kết quả kỳ xem xét thuế CBPG lần thứ 20 sẽ có ý nghĩa quan trọng trong việc đánh giá lại bối cảnh cạnh tranh tại thị trường Mỹ. ([chi tiết](#))

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9T/2023 CỦA VHC
Đơn vị: tỷ đồng

Chỉ tiêu	9T/2023	9T/2022	%YoY	% KH 2023	Nhận xét
DT thuần	7.643	10.755	-29%	66%	
<i>Cá tra thành phẩm</i>	4.430	7.189	-38%		Doanh thu mảng cá tra sụt giảm mạnh chủ yếu do nhu cầu yếu tại thị trường chủ lực Mỹ. Chi tiết từng thị trường xem " tại đây ".
<i>Phụ phẩm</i>	1.305	1.826	-29%		Doanh thu mảng phụ phẩm sụt giảm mạnh do công suất chế biến fillet tại các nhà máy của VHC giảm gần 10% YoY, đạt 65% trong 9T/2023 đã ảnh hưởng đến sản lượng bột cá đầu ra.
<i>Collagen & Gelatin (C&G)</i>	506	638	-21%		Doanh thu C&G giảm do (1) giá bán bình quân điều chỉnh giảm để VHC duy trì đơn hàng từ EU và các nước Đông Á, và (2) cơ cấu sản phẩm chuyển dịch nhiều hơn sang Gelatin so với tỷ lệ C&G thông thường 30/70 do Gelatin có giá rẻ và ứng dụng rộng rãi hơn so với Collagen.
<i>Bánh phồng & gạo</i>	304	324	-6%		Doanh thu Bánh phồng & gạo giảm nhẹ do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế khiến nhu cầu giảm ở kênh HORECA (Hotel, Restaurant, Café) tại EU là khách hàng chính của công ty con SGC.
<i>Khác</i>	1.098	778	41%		Doanh thu khác tăng đáng kể chủ yếu đến từ mảng thức ăn chăn nuôi (TACN) do công ty con Feed One đi vào vận hành ổn định, và đẩy mạnh phân phối TACN cho các vùng nuôi nội bộ của VHC, và các hộ nuôi liên kết với doanh nghiệp.
LN gộp	1.249	2.500	-50%		
<i>Biên gộp (%)</i>	16,3	23,2	-7 đpt		Biên gộp giảm 7 đpt YoY chủ yếu do giá xuất khẩu cá tra của VHC giảm mạnh so với cùng kỳ, tuy nhiên được bù đắp một phần nhờ giá vốn thành phẩm điều chỉnh giảm (chi tiết).
CP bán hàng	-154	-289	-47%		Tỷ lệ CPBH / DT thuần trong 9T/2023 đạt 2%, giảm 0,7 đpt YoY nhờ cước vận chuyển các tuyến giảm về mức thấp trước dịch Covid-19.
CP QLDN	-215	-210	2%		
LN từ HĐKD	881	2.000	-56%		
DT tài chính	297	341	-13%		CP lãi vay tăng mạnh 80% YoY do (1) vay nợ ngắn hạn bình quân tăng 8% so với cùng kỳ do hệ quả hàng tồn kho tăng cao, và (2) lãi suất vay ước tính trong 9T/2023 của VHC đạt 5,9%, tăng 2,3 đpt YoY.
CP tài chính	-185	-259	-29%		
<i>CP lãi vay</i>	-115	-64	80%		
LN trước thuế	1.009	2.087	-52%		
LN sau thuế CT mẹ	849	1.787	-52%	85%	

Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

1. Mạng cá tra - doanh thu xuất khẩu sụt giảm mạnh trong 9T/2023, đặc biệt tại thị trường chủ lực Mỹ
Cơ cấu doanh thu theo thị trường của VHC

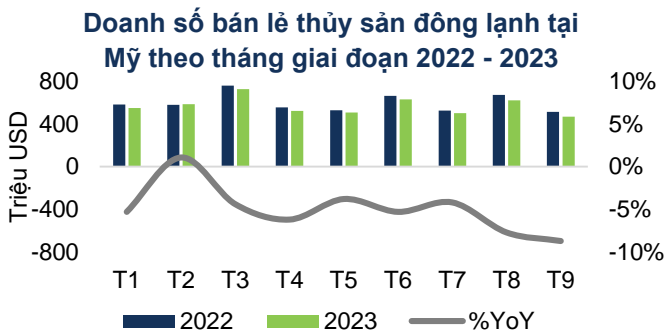
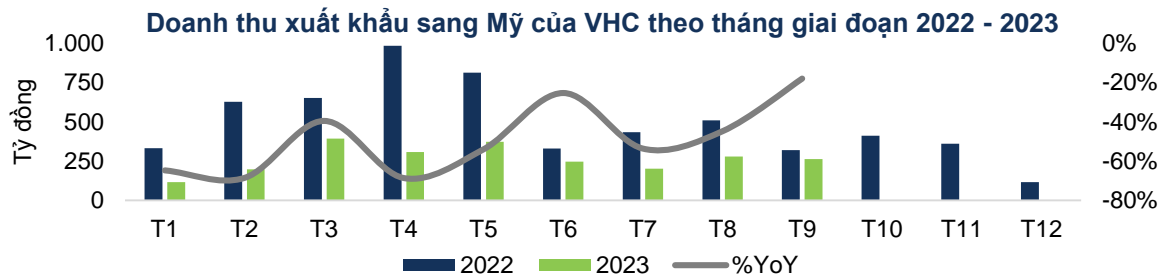
Đơn vị: tỷ đồng	9T/2023	9T/2022	%YoY
Mỹ	2.377	4.997	-52%
EU (cả UK)	971	925	5%
Trung Quốc	649	760	-15%
Khác	433	507	-15%
Tổng cộng	4.430	7.189	-38%

Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp và ước tính

Trong 9T/2023, doanh thu mạng cá tra đạt 4.430 tỷ đồng, giảm 38% YoY chủ yếu do hoạt động xuất khẩu sang thị trường chủ lực Mỹ của VHC giảm mạnh.

Tại Mỹ, doanh thu xuất khẩu 9T/2023 đạt 2.377 tỷ đồng, giảm 52% YoY. Sự sụt giảm đáng kể diễn ra từ đầu năm 2023 và đến T9 vẫn chưa ghi nhận dấu hiệu phục hồi do (1) tồn kho cá tra tại Mỹ tăng cao sau năm 2022 nhập khẩu tăng mạnh, và (2) nhu cầu tiêu thụ kém khả quan tại cả kênh bán lẻ và kênh HORECA do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế.

Tại kênh bán lẻ, doanh số bán thủy sản đông lạnh theo tháng liên tục ghi nhận mức tăng trưởng âm do người tiêu dùng giảm chi tiêu trong bối cảnh lạm phát cao. Tại kênh HORECA, chỉ số sức khỏe nhà hàng¹ thể hiện xu hướng giảm kể từ đầu năm 2023, đạt 100,4 điểm vào T9/2023, phản ánh tình hình kinh doanh kém khả quan tại các chuỗi nhà hàng Mỹ.



Nguồn: VHC, IRI Worldwide, US National Restaurant Association, FPTS tổng hợp và ước tính

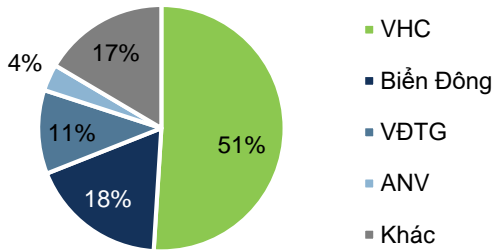
Trong T9/2023, Bộ Thương Mại Mỹ công bố kết quả sơ bộ thuế chống bán phá giá² (CBPG) lần thứ 19 (POR 19) với cá tra Việt Nam giai đoạn T8/2021 - T7/2022. Theo đó, mức thuế CBPG đối với VHC dự kiến sẽ giữ nguyên ở mức 0 USD/kg khi xuất khẩu sang Mỹ trong năm 2024, tuy nhiên mức thuế CBPG với toàn ngành cá tra có sự giảm mạnh xuống mức 0,14 USD/kg so với mức 2,39 USD/kg trong giai đoạn trước.

¹ Chỉ số sức khỏe nhà hàng Mỹ (Restaurant Performance Index) được công bố theo tháng bởi Hiệp hội Nhà hàng Mỹ. Chỉ số được tính toán dựa trên các tiêu chí bao gồm: doanh thu, lượng khách ghé thăm, số lượng nhân sự trong ngành và chi phí đầu tư mới. Mốc 100 được dùng làm tiêu chuẩn của chỉ số, chỉ số lớn hơn 100 phản ánh ngành nhà hàng Mỹ đang có sức khỏe tích cực, trong khi đó chỉ số bé hơn 100 thể hiện ý nghĩa ngược lại.

² Mỹ đang áp dụng 2 loại thuế CBPG cho cá tra là thuế CBPG chung toàn quốc và thuế CBPG riêng cho từng doanh nghiệp. Để hưởng mức thuế CBPG riêng thấp hơn, doanh nghiệp phải nộp hồ sơ chứng minh chi phí sản xuất và giá bán của mình hợp lý để Bộ Thương Mại Mỹ đánh giá lại mức thuế CBPG, tuy nhiên thủ tục rất phức tạp và tốn kém.

Trong năm 2024, chúng tôi đánh giá bối cảnh cạnh tranh tại Mỹ sẽ chưa có sự thay đổi lớn với khoảng 80% thị phần xuất khẩu thuộc về VHC, Biển Đông và Vạn Đức Tiền Giang (VĐTG) do khả năng mở rộng của các doanh nghiệp mới còn hạn chế. Cụ thể, chúng tôi cho rằng khả năng mở rộng của các doanh nghiệp mới còn hạn chế do các doanh nghiệp này mất nhiều thời gian để đáp ứng các yêu cầu về nhà máy chế biến và vùng nuôi cá tra của Cơ quan Kiểm dịch An toàn Thực phẩm Mỹ (FSIS), và các tiêu chuẩn chất lượng ASC, BAP³ từ các hệ thống tiêu thụ cá tra lớn tại Mỹ. Điển hình như trường hợp của Thủy sản Nam Việt (ANV) được hưởng mức thuế CBPG 0,09 USD/kg từ 2H/2020 nhưng đến 2H/2022 mới xuất khẩu những lô hàng đầu tiên.

Thị phần xuất khẩu cá tra sang Mỹ trong 9T/2023



Nguồn: VASEP, Agromonitor, FPTs tổng hợp và ước tính

Riêng đối với ANV, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ trong 9T/2023 đạt 189 tỷ đồng, ước tính chiếm gần 4% thị phần xuất khẩu toàn ngành sang Mỹ cùng thời điểm. Chúng tôi cho rằng sự cạnh tranh thị phần của ANV đối với VHC vẫn còn hạn chế do các nhà nhập khẩu vẫn còn e ngại việc gia tăng đơn hàng từ ANV vì khả năng duy trì mức thuế CBPG thấp của ANV còn chưa chắc chắn. Theo đó, ANV đang tạm thời hưởng thuế CBPG tham chiếu VHC trong giai đoạn 2022 - 2023. Do đó, chúng tôi đánh giá chiến lược phát triển thị trường Mỹ trong ngắn hạn của ANV vẫn là mở rộng tập khách hàng mới với các đơn hàng nhỏ và nâng dần số lượng đơn hàng trong dài hạn.

Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa đưa vấn đề cạnh tranh tăng lên tại thị trường Mỹ vào mô hình định giá VHC. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng **kết quả thuế CBPG đối với cá tra Việt Nam giai đoạn T8/2023 - T7/2024 dự kiến công bố vào T9/2024 sẽ có ý nghĩa quan trọng trong việc đánh giá lại mức độ cạnh tranh tại Mỹ** do ANV sẽ được đánh giá độc lập về khả năng duy trì mức thuế CBPG thấp tại thị trường Mỹ trong năm này.

Kết quả đánh thuế CBPG của một số doanh nghiệp giai đoạn 2017 - 2023 (đơn vị: USD/kg)

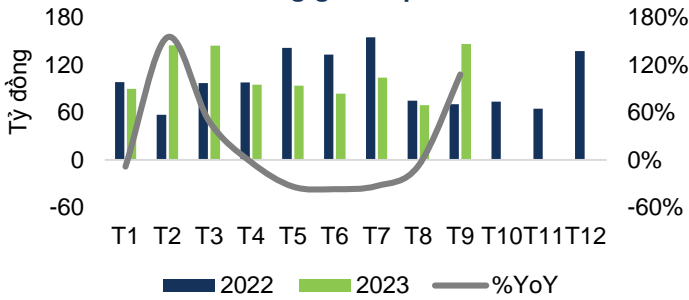
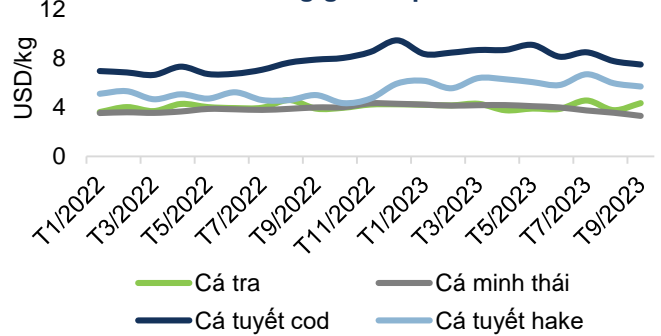
Kỳ xem xét	Giai đoạn	Toàn quốc	Vĩnh Hoàn (VHC)	VĐTG	Biển Đông	Nam Việt (ANV)
POR 15	2017 - 2018	2,39	0	2,39	0,19	2,39
POR 16	2019 - 2020	2,39	0	0,09	0,19	0,09
POR 17	2020 - 2021	2,39	0	0	0,19	0
POR 18	2021 - 2022	2,39	0	0	0,19	0
POR 19 (sơ bộ)	2022 - 2023	0,14	0	0	0,14	0

Nguồn: Federal Register, FPTs tổng hợp

Tại EU (cả UK), doanh thu xuất khẩu 9T/2023 đạt 971 tỷ đồng (+5% YoY). Hoạt động xuất khẩu cá tra sang EU ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ chủ yếu nhờ VHC mở rộng thành công thị trường mới là Đức. Theo đó, doanh thu xuất khẩu sang Đức trong 9T/2023 ghi nhận đạt 342 tỷ đồng (+425% YoY), vượt UK với doanh thu xuất khẩu khoảng 253 tỷ đồng (-34% YoY) trở thành thị trường tiêu thụ cá tra nhiều nhất khu vực EU của VHC.

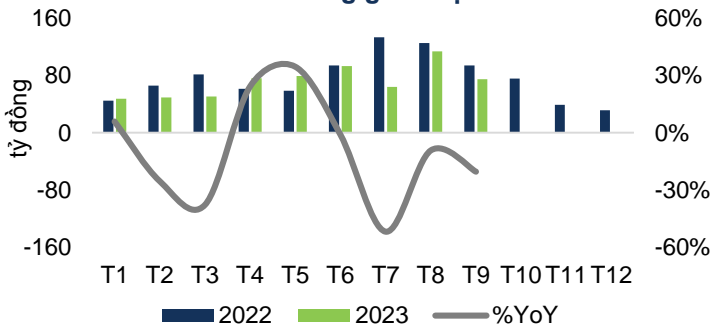
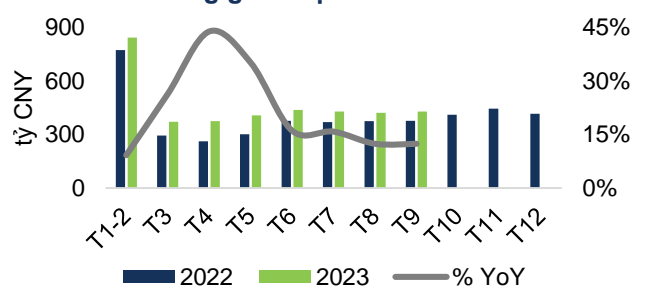
Theo chia sẻ từ VHC, tình trạng thiếu hụt nguồn cung cá thịt trắng tại Đức do các lệnh hạn chế nhập khẩu thủy sản từ Nga đã thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ cá tra tại nước này. Đồng thời, mức giá tương đối cạnh tranh của cá tra so với các loại cá thịt trắng khác cũng hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ loại cá này trong bối cảnh lạm phát tại Đức tăng cao.

³ ASC và BAP là chương trình dán nhãn với mục đích chứng minh cho người mua thủy sản biết nhà sản xuất đã có trách nhiệm với môi trường và xã hội. Các sản phẩm được chứng nhận sẽ được cấp nhãn ASC và BAP in trên bao bì sản phẩm. Đây là các loại “tem” chứng nhận uy tín được ưa chuộng ở các thị trường như Mỹ và EU.

Doanh thu xuất khẩu cá tra sang EU của VHC theo tháng giai đoạn 2022 - 2023

Giá nhập khẩu một số loại cá thịt trắng tại Đức theo tháng giai đoạn 2022 - 2023


Nguồn: VHC, ITC, FPTIS tổng hợp và ước tính

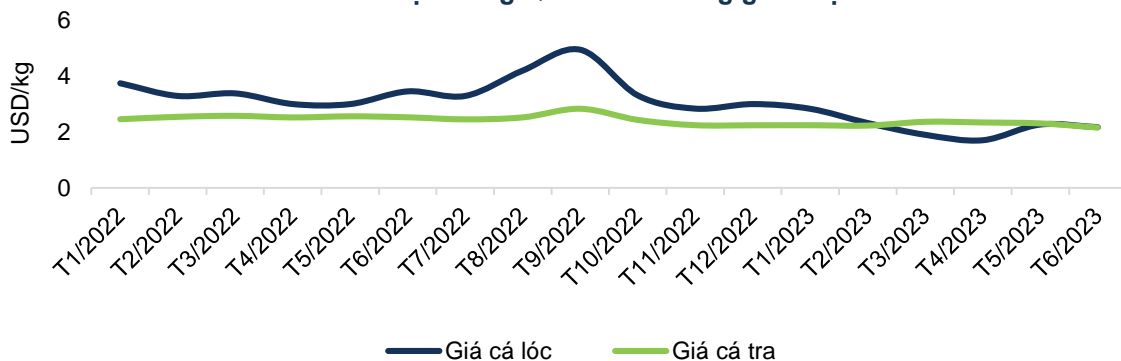
Tại Trung Quốc, doanh thu xuất khẩu 9T/2023 đạt 649 tỷ đồng (-15% YoY). Sự sụt giảm chủ yếu do tiến độ phục hồi của nền kinh tế Trung Quốc diễn ra kém hơn kỳ vọng với tỷ lệ thất nghiệp tăng cao và những khó khăn liên quan đến thị trường bất động sản. Theo đó, số liệu doanh số ngành dịch vụ ăn uống tại Trung Quốc cho thấy sự tăng trưởng tích cực trong 4 tháng đầu năm 2023, tuy nhiên sự tăng trưởng có dấu hiệu chững lại từ T4 đến T9 phản ánh tâm lý chi tiêu thận trọng của người tiêu dùng trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi kém tích cực.

Doanh thu xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc của VHC theo tháng giai đoạn 2022 - 2023

Doanh số ngành dịch vụ ăn uống theo tháng giai đoạn 2022 - 2023


Nguồn: VHC, Trung tâm hậu cần Trung Quốc, FPTIS tổng hợp và ước tính

Lưu ý: Doanh số ngành dịch vụ ăn uống được công bố chung trong T1 và T2

Theo Agromonitor, nguồn cung cá lóc nội địa dư thừa tại Trung Quốc từ đầu năm 2023 cũng là nguyên nhân khiến nhu cầu cá tra sụt giảm. Theo đó, giá cá lóc giảm mạnh đã thúc đẩy các chuỗi nhà hàng lẩu tại Trung Quốc chuyển sang sử dụng loại cá này thay cá tra vì mức giá của 2 loại cá tương đương nhưng cá lóc có hương vị tốt hơn.

Giá cá tra và cá lóc tại Trung Quốc theo tháng giai đoạn 2022 - 2023


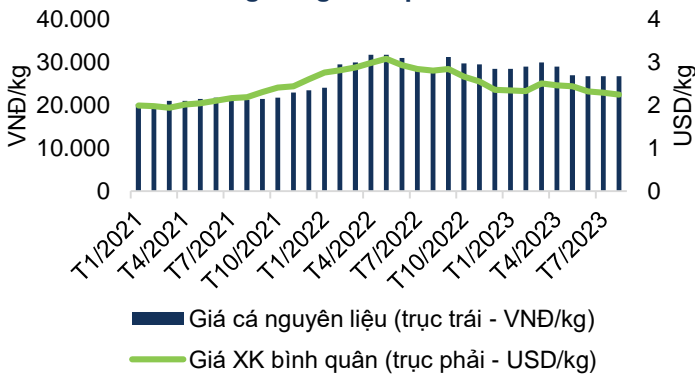
Nguồn: Agromonitor, GlobalFish, FPTIS tổng hợp và ước tính

2. Biên gộp trong 9T/2023 đạt 16,3%, giảm 7 đpt YoY do giá xuất khẩu cá tra của VHC giảm mạnh so với cùng kỳ, tuy nhiên được bù đắp một phần nhờ giá vốn thành phẩm giảm

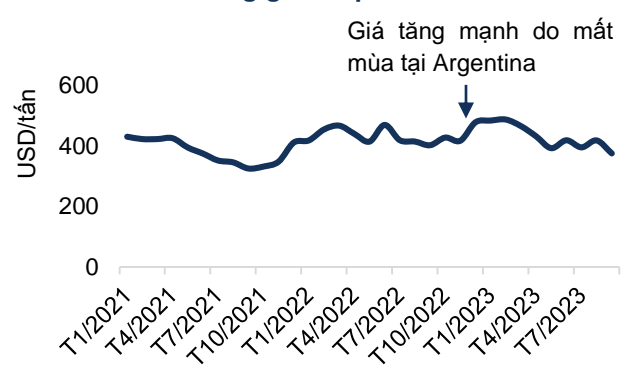
Tình hình xuất khẩu kém khả quan đã tạo áp lực giảm giá xuất khẩu của VHC so với cùng kỳ, chúng tôi ước tính giá xuất khẩu bình quân của VHC trong 9T/2023 đạt 3,1 USD/kg (-24% YoY). Tuy nhiên, sự sụt giảm biên gộp được hạn chế một phần nhờ giá vốn thành phẩm bình quân giảm xuống mức 58.600 VNĐ/kg (-15% YoY).

Theo chia sẻ từ VHC, giá vốn thành phẩm trong 9T/2023 giảm đáng kể nhờ (1) giá cá tra nguyên liệu mua ngoài giảm khoảng 13% YoY do nhu cầu thu mua yếu từ các nhà máy chế biến, và (2) chi phí tự nuôi trồng 70% cá nguyên liệu của VHC giảm nhờ giá TACN giảm nhẹ so với cùng kỳ, do công ty con Feed One chốt các hợp đồng mua bã đậu tương (chiếm khoảng 40% giá thành sản xuất TACN) với giá thấp vào cuối năm 2022.

Giá cá nguyên liệu và giá XK bình quân toàn ngành giai đoạn 2021 - 2023



Diễn biến giá bã đậu tương thế giới theo tháng giai đoạn 2021 - 2023

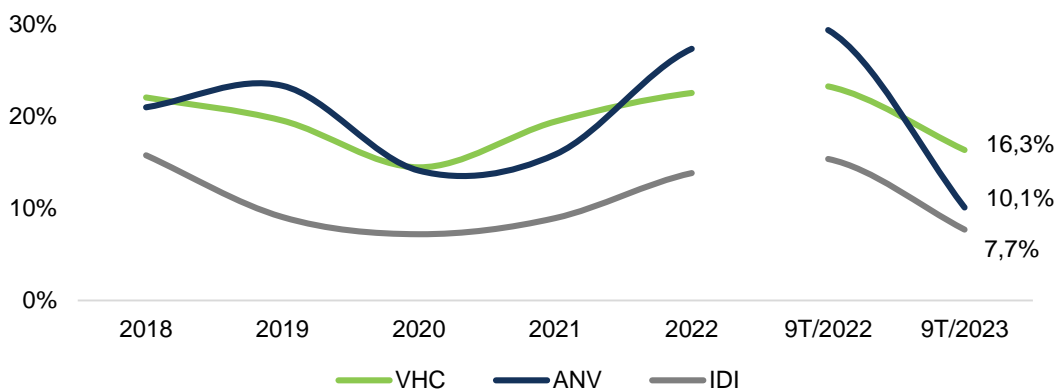


Nguồn: VASEP, Agromonitor, Investing, FPTS tổng hợp

Do hoạt động xuất khẩu toàn ngành khó khăn trong 9T/2023, biên gộp của các doanh nghiệp cá tra đều ghi nhận mức sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ do giá xuất khẩu giảm mạnh. So với các doanh nghiệp khác, VHC ghi nhận mức giảm biên gộp theo đpt thấp nhất (-7 đpt YoY) nhờ giá vốn thành phẩm giảm đáng kể.

Với ANV, biên gộp ghi nhận mức sụt giảm lớn nhất 19 đpt YoY, đạt 10,1% trong 9T/2023 do giá vốn thành phẩm tăng mạnh, là kết quả của giá bã đậu tương tăng đáng kể trong 1H/2023. Với IDI, biên gộp giảm 8 đpt YoY, đạt 7,7% chủ yếu do giá xuất khẩu giảm trong khi giá vốn thành phẩm duy trì ở mức tương đương cùng kỳ, nhờ đặc thù tự chủ 80% cá nguyên liệu qua hình thức liên kết giúp IDI có thể cố định giá thu mua với các hộ nông dân.

Biên gộp các doanh nghiệp cá tra giai đoạn 2018 - 9T/2023



Nguồn: Agromonitor, VASEP, Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH Q4/2023 và NĂM 2024 CỦA VHC

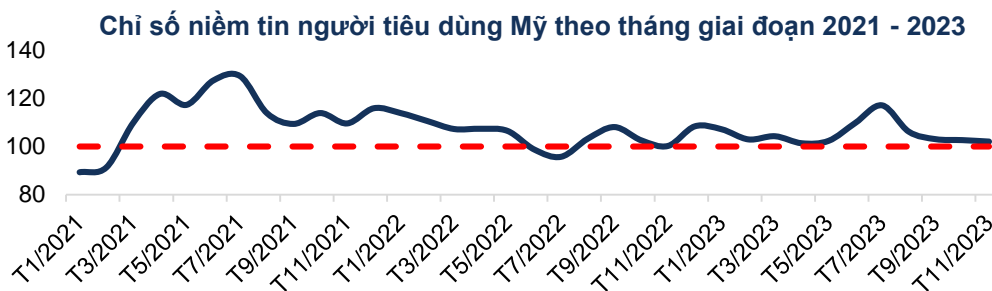
Chúng tôi có quan điểm kém khả quan về kết quả kinh doanh của VHC trong Q4/2023 với doanh thu thuần và LNST công ty mẹ lần lượt đạt 2.331 tỷ đồng (-6% YoY) và 177 tỷ đồng (-7% YoY). Dự phóng này chủ yếu dựa trên kỳ vọng kém tích cực với mảng cá tra do nhu cầu tại thị trường chủ lực Mỹ còn phục hồi chậm.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của VHC sẽ bắt đầu ghi nhận sự phục hồi tích cực với doanh thu thuần và LNST công ty mẹ lần lượt đạt 11.864 tỷ đồng (+19% YoY) và 1.408 tỷ đồng (+37% YoY). Động lực tăng trưởng KQKD chủ yếu từ sự phục hồi mạnh mẽ của mảng cá tra nhờ VHC hưởng lợi từ bối cảnh cân cân cung - cầu toàn ngành kỳ vọng thâm hụt từ 2H/2024.

Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cá tra phục hồi đồng thời tại 2 thị trường lớn nhất ngành là Mỹ và Trung Quốc từ 2H/2024 sẽ thúc đẩy sự phục hồi chung của toàn ngành, kết hợp với nguồn cung cá tra thắt chặt tại ĐBSCL cùng thời điểm sẽ tạo điều kiện thuận lợi để VHC đẩy mạnh xuất khẩu nhờ lợi thế tự chủ 70% cá nguyên liệu.

1. Nhu cầu cá tra toàn ngành phục hồi chậm trong Q4/2023, tuy nhiên kỳ vọng sự phục hồi diễn ra mạnh mẽ hơn từ 2H/2024

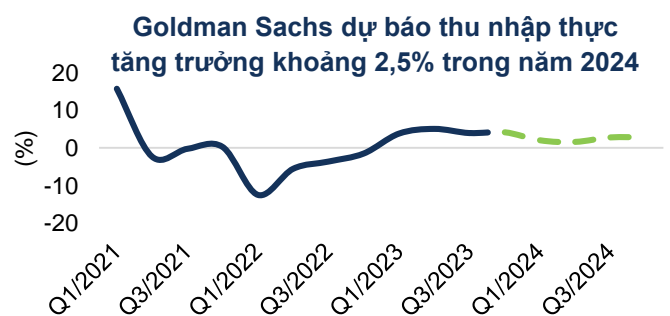
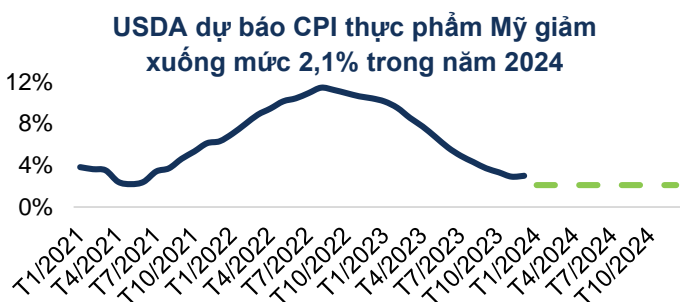
Tại Mỹ, chúng tôi cho rằng nhu cầu cá tra sẽ tiếp tục kém khả quan trong Q4/2023 do triển vọng kinh doanh tại kênh bán lẻ và kênh nhà hàng còn kém tích cực. Theo đó, chỉ số niềm tin người tiêu dùng Mỹ tính đến T11/2023 vẫn chưa xác nhận phục hồi, ghi nhận 102 điểm tương đương mức thấp đầu năm 2023, phản ánh tâm lý chi tiêu thận trọng của người tiêu dùng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng hoạt động khuyến mãi kích cầu cho đợt lễ hội cuối năm của các nhà bán lẻ thủy sản sẽ là động lực giúp giảm đáng kể lượng tồn kho cá tra tại Mỹ trong Q4/2023.



Nguồn: US Conference Board, FPTTS tổng hợp

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cá tra tại Mỹ sẽ bắt đầu ghi nhận sự phục hồi tích cực hơn từ Q2/2024, dựa trên dự báo (1) tồn kho cá tra giảm đáng kể từ Q4/2023, và (2) khả năng chi tiêu của người tiêu dùng trong năm 2024 sẽ cải thiện hơn so với năm 2023 nhờ lạm phát thực phẩm giảm và tăng trưởng thu nhập thực.

Chúng tôi kỳ vọng thời điểm nhu cầu cá tra phục hồi từ Q2/2023 chủ yếu do chúng tôi đánh giá năng lực cạnh tranh của cá tra ở mức trung bình so với các loài thủy sản khác tại Mỹ nên thời gian phục hồi sẽ chậm hơn nếu so với sản phẩm tôm xuất khẩu từ Việt Nam với sức cạnh tranh tốt hơn. (tôm và cá tra xếp vị trí số 1 và số 6 trong số các loài thủy sản tiêu thụ phổ biến tại Mỹ - theo thống kê năm 2021 từ Viện Thủy sản Hoa Kỳ, "[chi tiết](#)")

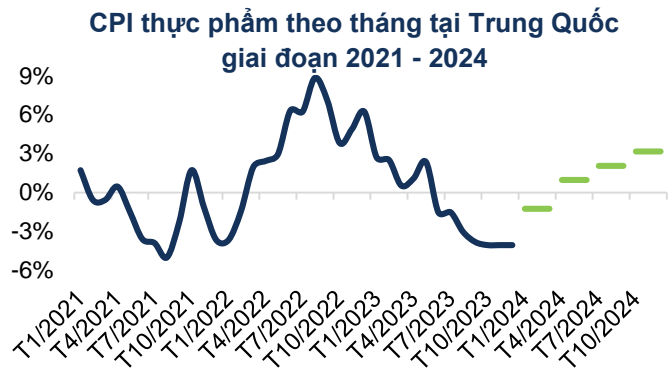
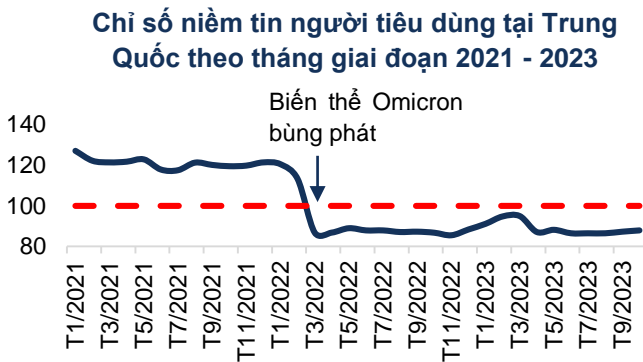


Nguồn: US Bureau of Labour Statistics, USDA, Goldman Sachs, FPTTS tổng hợp

Tại Trung Quốc, chúng tôi cho rằng nhu cầu cá tra sẽ chưa phục hồi trong Q4/2023 do người tiêu dùng tiếp tục thắt chặt chi tiêu trong bối cảnh triển vọng nền kinh tế kém tích cực, bao gồm hoạt động sản xuất trong nước trì trệ và những thách thức liên quan đến thị trường bất động sản tại nước này. Theo đó, chỉ số niềm tin người tiêu dùng Trung Quốc tại T10/2023 duy trì ở mức thấp, đạt 88 điểm phản ánh tâm lý tiêu cực của người tiêu dùng.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cá tra tại Trung Quốc sẽ bắt đầu phục hồi tích cực từ 2H/2024, dựa trên dự báo khả năng chi tiêu của người tiêu dùng cải thiện hơn nhờ các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản và kích thích chi tiêu của Chính phủ Trung Quốc bắt đầu cho thấy sự hiệu quả trong 1H/2024, theo báo cáo "[Macro Outlook 2024: The hard part is over](#)" của Goldman Sachs.

Chúng tôi kỳ vọng thời điểm nhu cầu cá tra phục hồi từ 2H/2024 dựa trên dự báo CPI thực phẩm tại Trung Quốc sẽ bắt đầu cải thiện từ Q2/2024 từ Trading Economics nhưng trễ 1 quý do chúng tôi đánh giá năng lực cạnh tranh của cá tra không cao so với các loài thủy sản khác nên cần thêm thời gian để phục hồi.

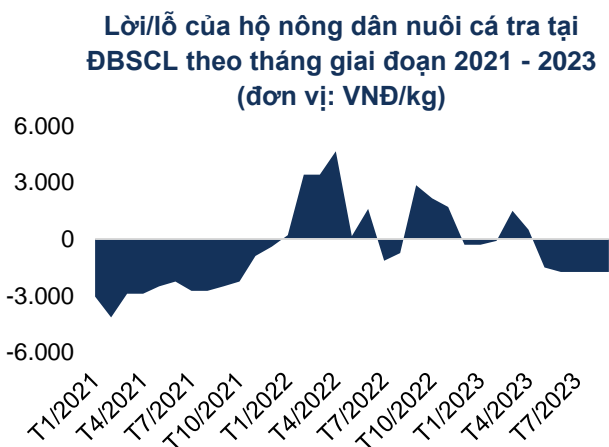


Nguồn: Cục Thống kê Trung Quốc, Trading Economics, FPTs tổng hợp

2. Nguồn cung cá tra toàn ngành kỳ vọng thiếu hụt trong năm 2024

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung cá tra toàn ngành sẽ duy trì ở mức thấp do (1) giá cá nguyên liệu thấp sẽ không khuyến khích các hộ nông dân mở rộng nuôi trồng trong bối cảnh xuất khẩu phục hồi chậm, và (2) tình trạng nguồn cung cá giống toàn ngành bị thiếu hụt do ảnh hưởng thời tiết bất lợi khiến cá giống bị hao hụt lớn.

Theo đó, tình trạng xuất khẩu khó khăn trong 9T/2023 đã tạo áp lực giảm giá cá nguyên liệu xuống dưới mức giá thành nuôi trồng khoảng 1.000 - 2.000 VNĐ/kg từ cuối Q2/2023. Chúng tôi cho rằng tình trạng này có thể kéo dài đến hết Q1/2024 do nhu cầu cá tra tại các thị trường phục hồi chậm sẽ chưa thúc đẩy giá cá nguyên liệu phục hồi. Kết hợp với chu kỳ nuôi cá tra thường kéo dài từ 6 - 8 tháng, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung cá tra sẽ duy trì ở mức thấp trong cả năm 2024.



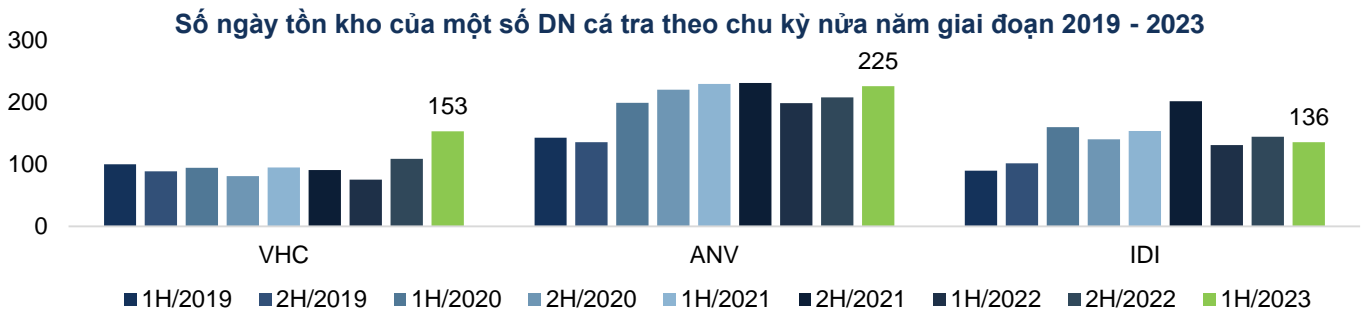
Nguồn: VASEP, Agromonitor, FPTs tổng hợp và ước tính

III. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Hiệu quả quản trị hàng tồn kho giảm trong 1H/2023 do bối cảnh xuất khẩu khó khăn

Hoạt động xuất khẩu kém khả quan đã khiến giá trị hàng tồn kho của VHC tăng cao, ghi nhận hơn 4.064 tỷ đồng vào thời điểm cuối Q2/2023 (+50% so với cuối năm 2022). Chúng tôi ước tính số ngày tồn kho bình quân của VHC trong 1H/2023⁴ đạt 153 ngày, tăng đáng kể so với mức bình quân khoảng 90 ngày trong giai đoạn 2019 - 2022.

So với các doanh nghiệp khác, VHC ghi nhận mức tăng số ngày tồn kho lớn nhất trong 1H/2023 do hoạt động xuất khẩu sang thị trường chủ lực Mỹ kém khả quan. Đối với ANV, số ngày tồn kho tăng nhẹ lên mức 225 ngày nhờ ANV mở rộng thành công tập khách hàng mới tại thị trường chủ lực Trung Quốc và thị trường mới là Mỹ, do đó hạn chế mức tăng của hàng tồn kho. Đối với IDI⁵, số ngày tồn kho duy trì ổn định quanh mức 135 ngày nhờ IDI chủ động giảm liên kết nuôi trồng với các hộ nông dân trong bối cảnh xuất khẩu khó khăn trong 1H/2023.

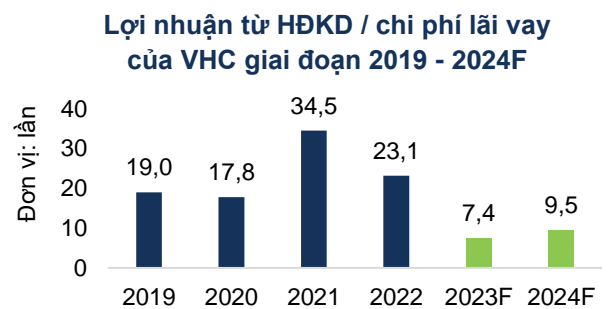
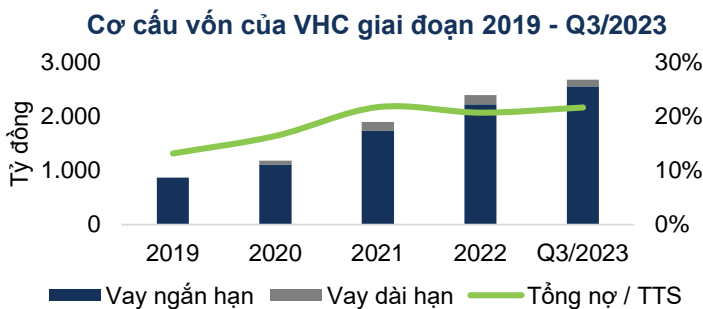


Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTIS tổng hợp

2. Cấu trúc vốn duy trì ổn định, nhưng khả năng thanh toán lãi vay kỳ vọng giảm mạnh trong năm 2023

Tỷ lệ nợ vay / tổng tài sản của VHC cuối Q3/2023 đạt 22%, không thay đổi đáng kể so với thời điểm cuối năm 2022 và cũng là mức thấp nhất so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Tuy nhiên, chi phí lãi vay tăng mạnh 80% trong 9T/2023, đạt 115 tỷ đồng do (1) vay nợ ngắn hạn bình quân tăng hơn 8% so với cùng giai đoạn do hệ quả hàng tồn kho tăng cao, và (2) lãi suất vay của VHC ước tính tăng hơn 2,3 đpt YoY, đạt 5,9% trong 9T/2023.

Do hoạt động kinh doanh kém khả quan, chúng tôi dự báo khả năng thanh toán lãi vay của VHC đánh giá qua chỉ số lợi nhuận từ HĐKD / chi phí lãi vay đạt 7,4x trong năm 2023, giảm đáng kể so với năm 2022. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu phục hồi sẽ giúp khả năng thanh toán lãi vay của VHC cải thiện hơn với chỉ số lợi nhuận từ HĐKD / chi phí lãi vay dự báo đạt 9,5 lần.



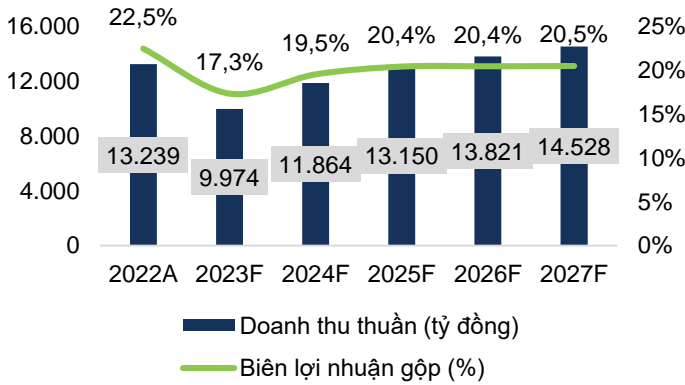
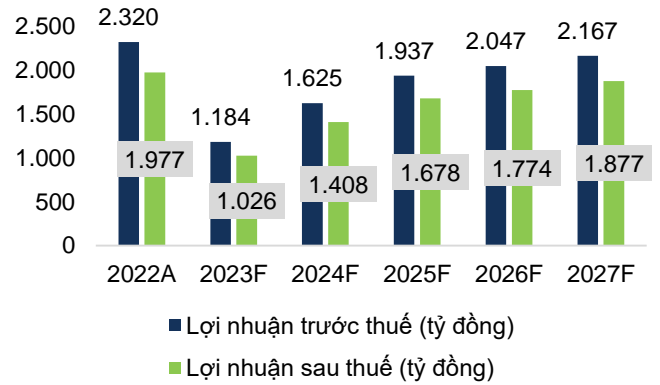
Nguồn: VHC, FPTIS tổng hợp và ước tính

⁴ Số ngày tồn kho theo chu kỳ nửa năm được chúng tôi tính toán theo công thức: (Giá trị HTK bình quân trong kỳ / Tổng GVHB trong kỳ) x 180 ngày

⁵ Số ngày tồn kho của IDI được chúng tôi điều chỉnh do IDI tự chủ thông qua hình thức nuôi liên kết. Theo đó, IDI gần như không ghi nhận các chi phí phát sinh trong quá trình nuôi cá nguyên liệu trong tài khoản hàng tồn kho của mình. Tuy nhiên, IDI phải tài trợ một phần chi phí cho các hộ nuôi liên kết, chi phí này được ghi nhận trong tài khoản trả trước cho người bán ngắn hạn. Chúng tôi điều chỉnh tài khoản hàng tồn kho bằng cách cộng thêm khoản mục này.

IV. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG

Dựa trên những cập nhật về tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành cập nhật dự phóng kết quả kinh doanh của VHC trong giai đoạn 2023F - 2027F.

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của VHC giai đoạn 2022 - 2027F

Lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế của VHC giai đoạn 2022 - 2027F


Chỉ tiêu	Giả định
----------	----------

Tổng doanh thu

- Màng cá tra:** Chúng tôi dự phóng doanh thu màng giảm 32% trong năm 2023 chủ yếu do hoạt động xuất khẩu sang Mỹ kém khả quan (-49% YoY). Doanh thu từ Trung Quốc dự phóng không đổi so với năm 2022 chủ yếu do chúng tôi dự phóng doanh thu Q4/2023 của VHC tích cực hơn so với mức thấp cùng kỳ do ảnh hưởng của dịch Covid-19 bùng phát. Riêng EU, chúng tôi dự phóng tăng trưởng 9% trong 2023 nhờ VHC mở rộng thị trường mới là Đức.

Năm 2024F, chúng tôi dự phóng doanh thu màng phục hồi 20% YoY nhờ nhu cầu tại các thị trường phục hồi nhờ triển vọng kinh tế cải thiện. Thị trường Mỹ có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất so với mức nền thấp 2023, đạt 27% YoY. Thị trường EU và Trung Quốc lần lượt ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt 16% và 12% YoY.

Giai đoạn 2025F - 2027F, chúng tôi dự phóng doanh thu màng tăng trưởng với tốc độ bình quân khoảng 8% mỗi năm, chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ các thị trường dần ổn định.

- Màng phụ phẩm:** Chúng tôi dự phóng doanh thu màng giảm 30% trong năm 2023 cùng với sự suy giảm của màng cá tra.

Năm 2024F, chúng tôi dự phóng doanh thu màng tăng 20% YoY nhờ triển vọng xuất khẩu cá tra phục hồi. Giai đoạn 2025F - 2027F, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng của màng dần ổn định ở mức 7%, xấp xỉ tốc độ tăng trưởng của màng cá tra.

- Màng C&G:** Chúng tôi dự phóng doanh thu màng giảm 20% YoY do nhu cầu yếu tại thị trường EU và các nước Đông Á do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế.

Năm 2024F, chúng tôi dự phóng doanh thu màng phục hồi 10% YoY nhờ nhu cầu tại các thị trường dần phục hồi. Giai đoạn 2025 - 2027F, doanh thu màng dự phóng tăng trưởng ổn định 3%, chủ yếu từ sự điều chỉnh giá bán do nhà máy C&G đã vận hành tối đa công suất.

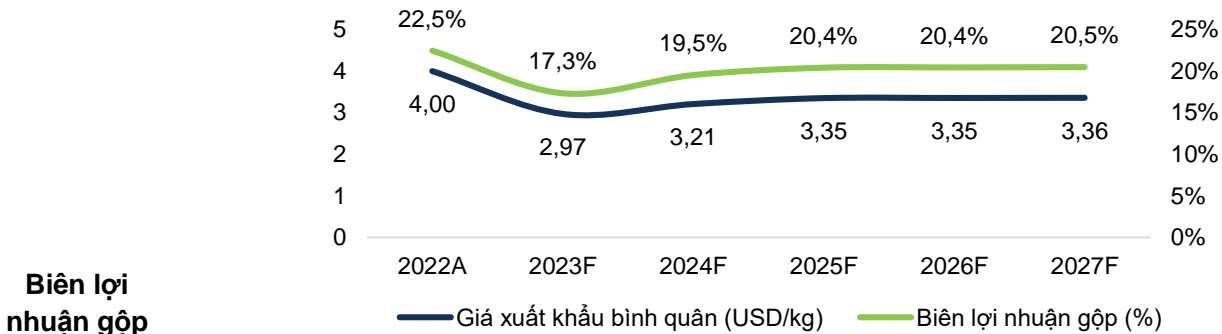
- Màng bánh phồng & gạo:** Chúng tôi dự báo doanh thu màng giảm -3% YoY trong năm 2023 do nhu cầu tiêu thụ yếu ở kênh HORECA tại EU.

Năm 2024F, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng phục hồi 10% nhờ triển vọng kinh tế phục hồi tại EU. Giai đoạn 2025F - 2027F, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng dần tăng trưởng ổn định 7%/năm.

- **Mảng khác (chủ yếu TACN):** Chúng tôi dự báo doanh thu mảng tăng trưởng 40% do nhà máy Feed One mở rộng công suất vận hành và tăng cung ứng cho các vùng nuôi nội bộ và vùng nuôi liên kết với VHC. Chúng tôi lưu ý sự tăng trưởng đáng kể trong năm 2023 chủ yếu do mức nền thấp năm 2022 do nhà máy Feed One đang trong quá trình vận hành thử nghiệm.

Năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng tăng trưởng 20% nhờ hoạt động xuất khẩu cá tra phục hồi sẽ thúc đẩy sự mở rộng nuôi trồng. Giai đoạn 2025F - 2027F, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng tăng trưởng với CAGR = 7%/năm, xấp xỉ tốc độ tăng trưởng của mảng cá tra.

Dự báo giá xuất khẩu bình quân và biên lợi nhuận gộp của VHC giai đoạn 2023F - 2026F



Chúng tôi dự phóng biên gộp năm 2023 đạt 17,3%, giảm 5,2 đpt so với năm 2022. Kết quả này đến từ giá xuất khẩu bình quân điều chỉnh giảm khoảng 26% so với năm 2022, tuy nhiên được bù đắp một phần bởi giá vốn thành phẩm cũng điều chỉnh giảm khoảng 15%.

Năm 2024F, chúng tôi dự phóng biên gộp đạt 19,5%, cải thiện 2,2 đpt so với năm 2023. Kết quả này đến từ giá xuất khẩu bình quân cải thiện 8%, nhưng bị hạn chế một phần do giá vốn thành phẩm tăng 5%, do nguồn cung toàn ngành bị thiếu hụt.

Giai đoạn 2025F - 2027F, biên lợi nhuận gộp có xu hướng cải thiện nhẹ do giá xuất khẩu kỳ vọng phục hồi nhẹ, tuy nhiên giá vốn thành phẩm dần ổn định do nguồn cung toàn ngành phục hồi.

Lợi nhuận trước thuế

Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế năm 2023 đạt 1.184 tỷ đồng, giảm 49% YoY, dựa trên giả định chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm lần lượt 3,1% và 2,2% tổng doanh thu. Giai đoạn 2024F - 2027F, chúng tôi giữ nguyên những giả định này.

Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ

Chúng tôi dự phóng LNST năm 2023 đạt 1.026 tỷ đồng (-48% YoY), dựa trên giả định thuế thu nhập doanh nghiệp là 13,3%. Giai đoạn 2024F - 2027F, chúng tôi giữ nguyên giả định này.

V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá VHC bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu VHC theo các phương pháp có mức bình quân là **80.900 VNĐ/cp**, cao hơn 9% so với mức giá đóng cửa ngày 26/12/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	79.600	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	82.200	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		80.900	

➤ **Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Giả định mô hình	T3/2023	T12/2023	Giả định mô hình	T3/2023	T12/2023
WACC 2023	13,3%	11,5%	Phần bù rủi ro	11,47%	10,9%
Chi phí sử dụng nợ	6%	6%	Hệ số Beta	0,93	1,05
Chi phí sử dụng vốn	15%	13,8%	Tăng trưởng dài hạn	1%	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	4,4%	2,3%	Thời gian dự phóng	5 năm	5 năm

➤ **Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	14.666.555
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)	553.859
(+) Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	1.767.175
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	2.388.456
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	14.599.133
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	183
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	79.600
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	15.073.519
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	82.200

➤ **Lịch sử khuyến nghị**

Khuyến nghị	Thời gian	Chi tiết báo cáo
THEO DÕI	Tháng 3/2023	Xem thêm

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: tỷ đồng

HĐKD	2021A	2022A	2023F	2024F	ĐDKT	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần	9.054	13.239	9.974	11.864	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	(7.298)	(10.266)	(8.244)	(9.547)	+ Tiền và tương đương	195	554	441	957
Lợi nhuận gộp	1.756	2.974	1.729	2.317	+ Đầu tư TC ngắn hạn	1.272	1.767	1.767	2.067
- Chi phí bán hàng	(344)	(423)	(314)	(373)	+ Các khoản phải thu	2.132	2.432	2.154	2.504
- Chi phí quản lý DN	(213)	(298)	(223)	(265)	+ Hàng tồn kho	1.793	2.713	4.066	3.924
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.199	2.253	1.193	1.678	+ Tài sản ngắn hạn khác	150	172	149	149
- (Lỗ) / Lãi HĐTC	123	161	154	124	Tổng tài sản ngắn hạn	5.543	7.638	8.577	9.600
- Lợi nhuận khác	(8)	4	0	0	+ Nguyên giá TSCĐHH	3.240	4.218	4.378	4.677
LN trước thuế, lãi vay	1.315	2.417	1.346	1.803	+ Khấu hao lũy kế	1.467	1.696	1.990	2.323
- Chi phí lãi vay	(35)	(97)	(162)	(178)	+ Giá trị còn lại TSCĐHH	1.774	2.522	2.388	2.355
Lợi nhuận trước thuế	1.280	2.320	1.184	1.625	+ Đầu tư TC dài hạn	66	66	66	66
- Thuế TNDN	(173)	(306)	(158)	(217)	+ Tài sản dài hạn khác	794	788	741	694
- Phần lãi / (lỗ) từ công ty liên kết	(0)	0	0	0	+ Xây dựng CBDD	561	566	709	770
Lợi nhuận sau thuế	1.107	2.015	1.026	1.408	Tổng tài sản dài hạn	3.195	3.942	3.904	3.885
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(8)	(38)	0	0	Tổng tài sản	8.738	11.580	12.481	13.485
LNST công ty mẹ	1.099	1.977	1.026	1.408	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đồng)	6.005	10.780	5.596	7.677	+ Phải trả người bán	340	448	397	459
EBITDA	1.600	2.745	1.687	2.182	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.735	2.214	2.846	2.747
Khấu hao	285	327	341	379	+ Nợ ngắn hạn khác	605	1.032	692	692
Tăng trưởng doanh thu	28,7%	46,2%	-24,7%	19,0%	Nợ ngắn hạn	2.680	3.694	3.935	3.898
Tăng trưởng LN HĐKD	72,4%	87,9%	-47,1%	40,7%	+ Vay và nợ dài hạn	156	175	175	175
Tăng trưởng EBIT	56,1%	83,9%	-44,3%	33,9%	+ Phải trả dài hạn khác	17	16	16	16
Tăng trưởng EPS	56,2%	79,5%	-48,1%	37,2%	Nợ dài hạn	174	191	191	191
Chỉ số khả năng sinh lời	2021A	2022A	2023F	2024F	Tổng nợ	2.854	3.884	4.126	4.089
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19,4%	22,5%	17,3%	19,5%	+ Thặng dư	224	264	264	264
Tỷ suất LNST	12,2%	15,2%	10,3%	11,9%	+ Vốn điều lệ	1.834	1.834	1.834	1.834
ROE DuPont	30,4%	41,4%	16,8%	19,9%	+ Cổ phiếu quỹ	(114)	0	0	0
ROA DuPont	13,9%	19,8%	8,5%	10,8%	+ Chênh lệch tỷ giá	(0)	0	0	0
Tỷ suất EBIT / doanh thu	14,5%	18,3%	13,5%	15,2%	+ LN chưa phân phối	3.838	5.428	6.087	7.128
LNST / LNNT	86,5%	86,8%	86,7%	86,7%	Vốn chủ sở hữu	5.782	7.525	8.184	9.225
LNNT / EBIT	97,4%	96,0%	87,9%	90,1%	Lợi ích cổ đông thiểu số	102	171	171	171
Vòng quay tổng tài sản	1,1	1,3	0,8	0,9	Tổng cộng nguồn vốn	8.738	11.580	12.481	13.485
Đòn bẩy tài chính	2,2	2,1	2,0	1,8	Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023F	2024F
Chỉ số hiệu quả vận hành	2021A	2022A	2023F	2024F	Tiền đầu năm	41	195	554	441
					Lợi nhuận sau thuế	1.075	2.257	1.026	1.408
					+ Khấu hao	285	327	341	379
					+ Điều chỉnh	(118)	306	(97)	(105)

Số ngày phải thu	78	57	67	67	+ Thay đổi vốn lưu động	(910)	(1.692)	(1.442)	(145)
Số ngày tồn kho	90	96	180	150	Tiền từ HĐKD	332	1.199	(173)	1.537
Số ngày phải trả	17	16	18	18	+ Thanh lý tài sản cố định	5	13	0	0
Thời gian luân chuyển tiền	150	138	229	199	+ Chi mua sắm TSCĐ	(588)	(1.114)	(303)	(360)
COGS / Hàng tồn kho	4,1	3,8	2,0	2,4	+ Tăng (giảm) đầu tư	173	(473)	0	(300)
Chỉ số TK / Đòn bẩy TC	2021A	2022A	2023F	2024F	+ Các HĐ đầu tư khác	(432)	67	97	105
CS thanh toán hiện hành	2,07	2,07	2,18	2,46	Tiền từ HĐ đầu tư	(843)	(1.507)	(206)	(555)
CS thanh toán nhanh	1,40	1,33	1,15	1,46	+ Cổ tức đã trả	0	0	(367)	(367)
CS thanh toán tiền mặt	0,55	0,63	0,56	0,78	+ Tăng (giảm) vốn	0	184	0	0
Nợ / Tài sản	0,33	0,34	0,33	0,30	+ Vay nợ ròng	665	485	632	(99)
Nợ / VCSH	0,49	0,52	0,50	0,44	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,46	0,49	0,48	0,42	Tiền từ hoạt động TC	665	669	266	(466)
Nợ dài hạn / VCSH	0,03	0,03	0,02	0,02	Tổng lưu chuyển tiền tệ	155	361	(113)	516
Khả năng TT lãi vay	37,88	24,83	8,30	10,11	+ Ảnh hưởng của tỷ giá	(0)	(3)	0	0
					Tiền cuối năm	195	554	441	957

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu VHC, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888