

Ngành Cá tra

Ngành Nông nghiệp
Ngày báo cáo 06/02/2024

Mai Đoàn Ngọc Hân
Chuyên viên phân tích
han.mai@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext. 538

Hoàng Nam
Phó Giám đốc
nam.hoang@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext. 124

Sản lượng phi lê, giá bán trung bình sẽ tăng trong năm 2024

Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam tăng 2% YoY và 1% QoQ trong quý 4/2023. Dựa trên ước tính của chúng tôi từ dữ liệu của AgroMonitor, giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam đạt 485 triệu USD trong quý 4/2023, chủ yếu do sản lượng tăng 5% QoQ. Điều này bị ảnh hưởng bởi giá bán trung bình (ASP) của các nhà xuất khẩu cá tra giảm 4% QoQ, trong đó ASP của công ty chủ chốt VHC giảm 28% YoY và 12% QoQ trong quý 4/2023.

Sản lượng xuất khẩu sang Mỹ tăng nhẹ so với quý trước trong khi doanh số sang Trung Quốc và Châu Âu giảm trong quý 4/2023. Trong quý 4/2023, sản lượng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc (quốc gia nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam) giảm 11% QoQ, chủ yếu do (1) nhu cầu hạ nhiệt sau mùa lễ hội Trung Quốc trong quý 3 và (2) sự cạnh tranh gay gắt với các loại phi lê cá thị trường khác ở thị trường thủy sản của quốc gia này. Điều đó cũng cho thấy người tiêu dùng Trung Quốc vẫn quan tâm đến giá cả khi sử dụng dịch vụ ăn uống, được chứng minh rõ hơn bằng niềm tin của người tiêu dùng Trung Quốc duy trì ở mức thấp trong quý 4/2023. Do đó, chúng tôi nhận thấy dư địa tăng trưởng cho giá cá tra tại thị trường Trung Quốc vào năm 2024 sẽ thu hẹp. Trong khi đó, doanh số sang thị trường châu Âu tăng nhẹ 2% QoQ trong khi doanh số sang thị trường Mỹ tăng 6% QoQ, chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu nhờ niềm tin của người tiêu dùng cao hơn trong mùa nghỉ lễ. Theo nhà chế biến/xuất khẩu cá VHC, khách mua tại thị trường Mỹ tỏ ra thận trọng về phí dây chuyền lạnh cao đối với việc bảo quản phi lê cá tra đông lạnh trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ yếu và công ty dự kiến số lượng đơn đặt hàng sẽ cao hơn trong nửa cuối năm 2024 khi niềm tin của người tiêu dùng phục hồi và giá thực phẩm ổn định. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng việc Mỹ và Châu Âu thắt chặt lệnh cấm cá và hải sản có nguồn gốc từ Nga có thể có tác động tích cực đến các sản phẩm thủy sản của Việt Nam, bao gồm cả cá tra.

Nguồn cung khan hiếm trong quý 4/2023 do lượng đơn hàng thấp; giá hàng hóa giảm và dự báo thời tiết tốt hơn giúp giảm chi phí nuôi trồng vào năm 2024. Theo AgroMonitor, lợi suất từ nuôi cá tra nguyên liệu ở Đồng bằng sông Cửu Long giảm 15% YoY trong quý 4/2023. Người nuôi cá tra đã trì hoãn chu kỳ nuôi mới trong nửa cuối năm 2023 do (1) giá bán giảm xuống dưới mức hòa vốn và (2) chi phí nuôi cao. Chúng tôi kỳ vọng tình trạng nguồn cung thắt chặt sẽ tiếp tục diễn ra trong quý 1/2024. Tuy nhiên, sản lượng cá tra sẽ cải thiện trong quý 2/2024 sắp tới, do tác động của El Niño dự kiến sẽ giảm dần vào tháng 3/2024 trước khi có khả năng quay trở lại điều kiện trung tính từ quý 2/2024, theo dự báo của IRICS. Bên cạnh đó, giá bột đậu nành (nguyên liệu bột cá chính) đã giảm 23% trong thời gian từ tháng 11 đến tháng 12/2023 và được USDA dự báo sẽ giảm 10% YoY trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ giúp giảm chi phí nuôi trồng vào năm 2024.

Chúng tôi tăng 10% giá mục tiêu cho VHC lên 72.400 đồng/cổ phiếu nhưng hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN do giá cổ phiếu đã tăng 12% trong 2 tháng qua. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-28 của chúng tôi cao hơn 10% (thay đổi tương ứng -7%/+1%/+4% cho năm 2024/25/26), vì chúng tôi giả định VHC sẽ tăng gấp đôi công suất C&G vào năm 2024/25. Chúng tôi cũng kỳ vọng sản lượng xuất khẩu phi lê đông lạnh của VHC sẽ phục hồi về mức trung bình của giai đoạn 2018-2023 vào năm 2024. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng năm 2024/25 của VHC đạt 10,2/7,7 lần so với P/E trung bình 3 năm là 10,1 lần và CAGR EPS dự phóng giai đoạn 2024-26 của chúng tôi là 27%.

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Kinh tế toàn cầu phục hồi chậm hơn dự kiến; căng thẳng địa chính trị gia tăng khiến giá thức ăn chăn nuôi tăng cao hơn dự kiến.

Hình 1: Các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra niêm yết lớn của Việt Nam

Công ty	Mã	VHTT (trUSD)	DT trượt (trUSD)	YoY (%)	LNST trượt (trUSD)	YoY (%)	Nợ vay ròng/CSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/B quý gần nhất (x)	P/E trượt (x)	EV/EBITDA trượt (x)
Vinh Hoàn	VHC	507	421	-24	38	-55	4,2	11,1	7,7	1,8	15,7	9,5
Nam Việt	ANV	162	186	-9	2	-94	67,7	1,5	0,8	1,4	94,8	19,8
Intl Dev & Inv	IDI	105	296	39	3	-87	121,0	2,5	1,0	0,8	31,7	13,1

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Số liệu tính đến ngày 06/02/2024)

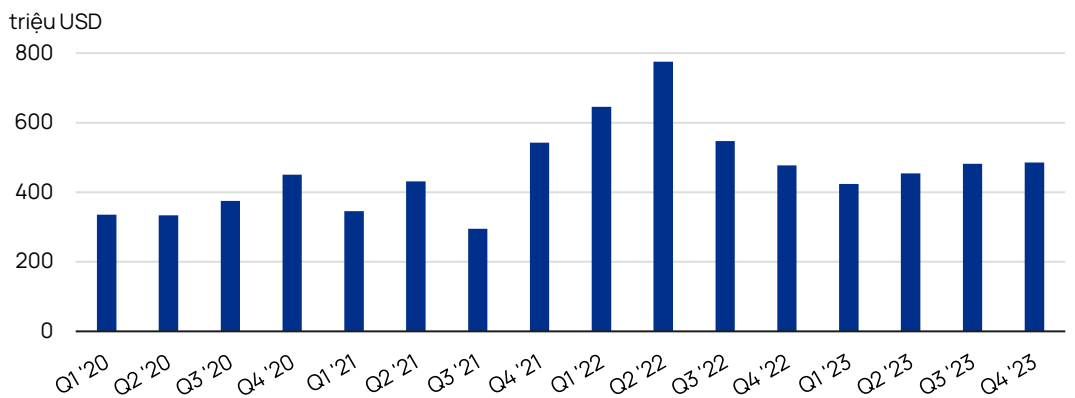
Cập nhật ngành

Xuất khẩu cá tra đi ngang trong quý 4/2023

Vietnam's pangasius export value inched up 2% YoY and 1% QoQ in Q4 2023. Based on our estimate from AgroMonitor's data, Vietnam's pangasius export value achieved USD485mn in Q4 2023 (Hình 2), which was mainly due to a 5% QoQ increase in volume (Hình 3). That was offset by the decrease of 4% QoQ in average selling prices (ASP) across pangasius exporters, in which the key player VHC's ASP plunged 28% YoY and 12% QoQ in Q4 2023 (Hình 4).

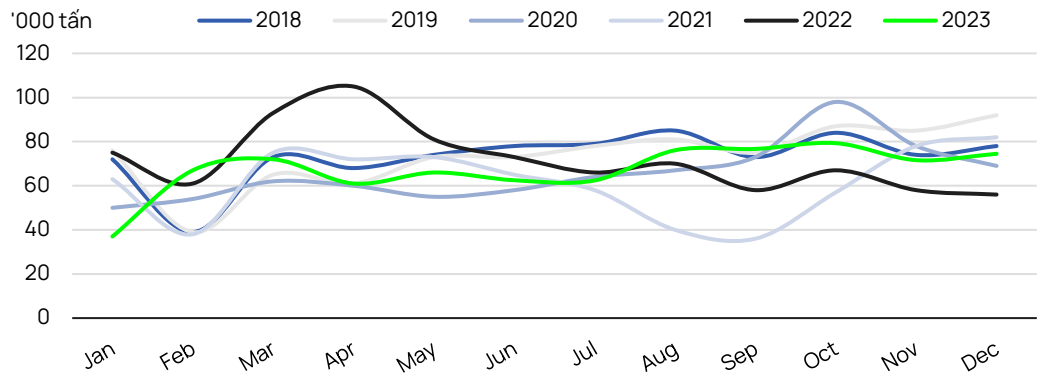
Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam tăng nhẹ 2% YoY và 1% QoQ trong quý 4/2023. Dựa trên ước tính của chúng tôi từ dữ liệu của AgroMonitor, giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam đạt 485 triệu USD trong quý 4/2023 (Hình 2), chủ yếu do sản lượng tăng 5% QoQ (Hình 3). Giá trị xuất khẩu cá tra tăng nhẹ bị ảnh hưởng bởi việc giá bán trung bình (ASP) của các nhà xuất khẩu cá tra giảm 4% QoQ, trong đó ASP của công ty đầu ngành VHC giảm 28% YoY và 12% QoQ trong quý 4/2023 (Hình 4).

Hình 1: Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam theo quý



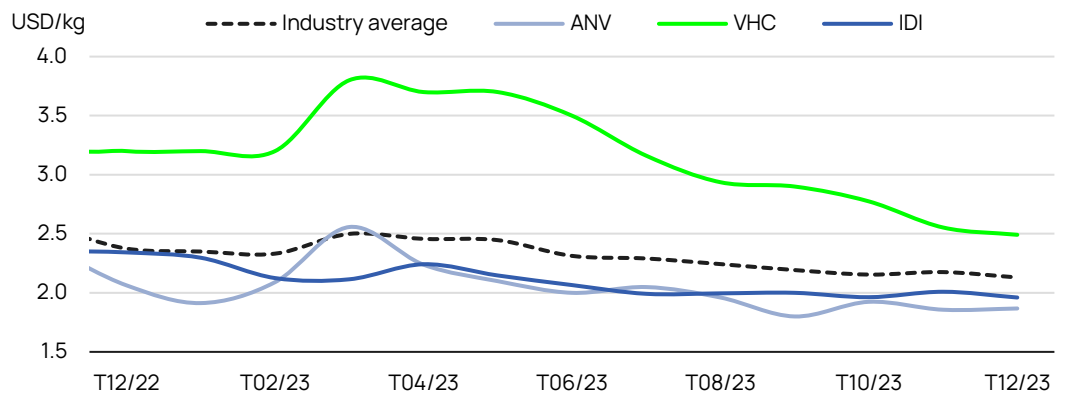
Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

Hình 2: Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam theo tháng



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

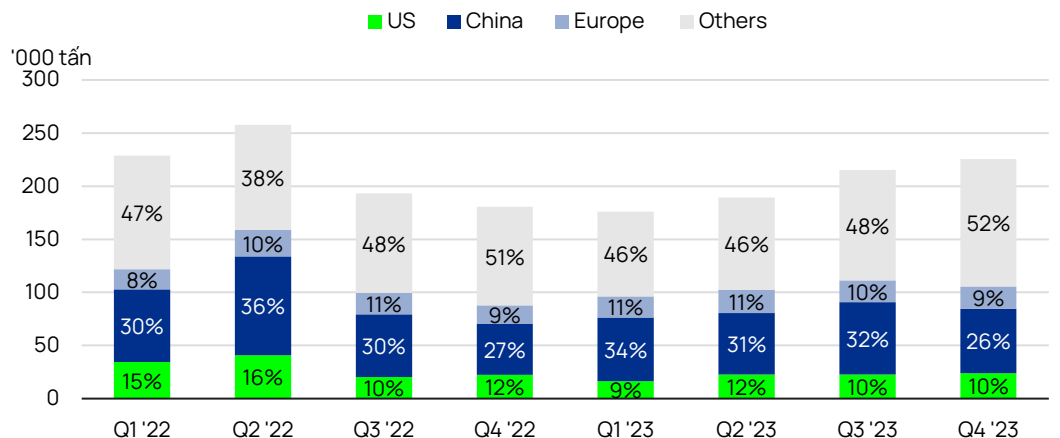
Hình 3: Giá xuất khẩu cá tra của các doanh nghiệp niêm yết đầu ngành



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap ước tính

Sản lượng xuất khẩu tăng nhẹ so với quý trước tại thị trường Mỹ trong khi doanh số giảm ở thị trường Trung Quốc và châu Âu trong quý 4/2023. Trong quý 4/2023, sản lượng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc (quốc gia nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam) giảm 11% QoQ, chủ yếu do (1) nhu cầu hạ nhiệt sau mùa lễ hội tại Trung Quốc trong quý 3 và (2) sự cạnh tranh gay gắt với các sản phẩm phi lê cá thịt trắng khác trong bối cảnh thị trường thủy sản của Trung Quốc. Sản lượng bán tại thị trường châu Âu tăng nhẹ 2% QoQ trong khi tăng 6% QoQ tại thị trường Mỹ. Trong năm 2023, sản lượng xuất khẩu của VHC sang thị trường Mỹ giảm 20,9% YoY trong khi tổng sản lượng xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường này giảm 27,3% YoY.

Hình 4: Sản lượng xuất khẩu cá tra của Việt Nam tính theo điểm đến, theo quý



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

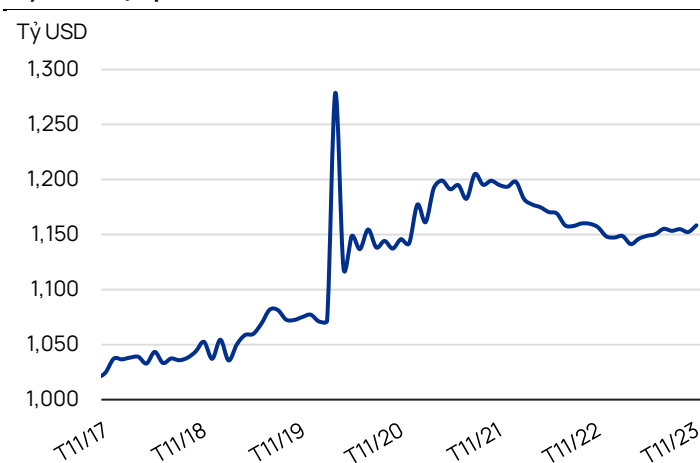
Thị trường Mỹ

Mức tiêu dùng tăng nhẹ trong kỳ nghỉ lễ vào quý 4/2023 và chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi dần vào năm 2024. Chi tiêu của người tiêu dùng cho thực phẩm tăng nhẹ trong quý 4 (Hình 6), chúng tôi chủ yếu cho rằng nguyên nhân đến từ niềm tin của người tiêu dùng mạnh hơn trong kỳ nghỉ lễ (Hình 7). Ngoài ra, theo Cục Phân tích Kinh tế Mỹ (BEA), giá lương thực tăng chậm hơn ở mức 2,7% YoY vào năm 2023 so với 10,4% YoY vào năm 2022. Theo Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA), mức tăng trưởng giá lương thực dự kiến sẽ tiếp tục giảm tốc còn 1,3% YoY vào năm 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng việc ổn định giá sẽ giúp thúc đẩy niềm tin của người tiêu dùng và từ đó thúc đẩy mức tiêu thụ thực phẩm của người tiêu dùng Mỹ vào năm 2024.

Hoạt động bổ sung hàng không mạnh như chúng tôi dự kiến trong quý 4, lượng đơn hàng lớn hơn sẽ quay trở lại vào nửa cuối năm 2024, theo doanh nghiệp xuất khẩu cá VHC. Về phía nhà cung cấp/nhà phân phối, tồn kho bán lẻ F&B của Mỹ đi ngang từ tháng 10 đến tháng 11/2023 sau khi có xu hướng tăng trong quý 2 và quý 3 (Hình 8 & 9). Theo doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu cá VHC, người mua ở Mỹ tỏ ra thận trọng về phí dây chuyền lạnh cao đối với việc bảo quản phi lê cá tra đông lạnh trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ yếu và công ty dự kiến số lượng đơn hàng sẽ cao hơn trong nửa cuối năm 2024 khi niềm tin của người tiêu dùng phục hồi và giá lương thực ổn định.

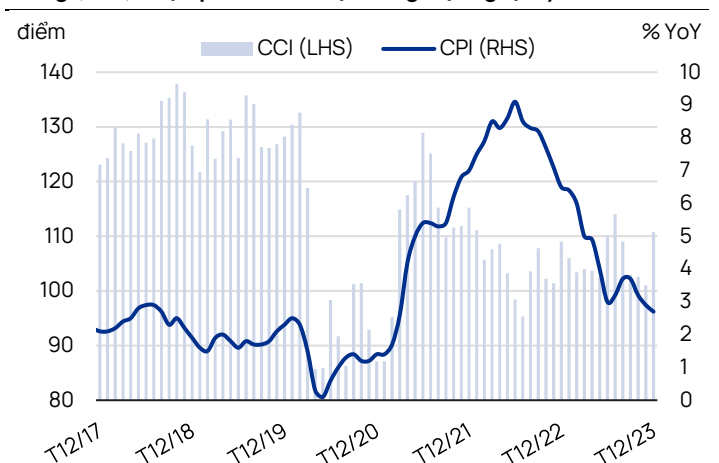
Việc Mỹ siết chặt lệnh cấm hải sản của Nga có thể có tác động lan tỏa tích cực tới cá tra Việt Nam. Vào tháng 12/2023, Bộ Tài chính Mỹ đã ban hành lệnh cấm nhập khẩu diện rộng đối với cá hồi, cá tuyết, cua, cá minh thái cũng như các loại cá và hải sản khác có nguồn gốc từ Nga. Lệnh cấm mở rộng đối với các sản phẩm đã qua chế biến sử dụng tài nguyên của Nga bất kể địa điểm xử lý cuối. Chúng tôi tin rằng điều này có khả năng mở ra cơ hội cho các quốc gia đánh cá khác như Việt Nam tăng sản lượng xuất khẩu cá tra và các loại hải sản khác sang thị trường Mỹ.

Hình 5: Chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE) thực hàng tháng của Mỹ cho thực phẩm



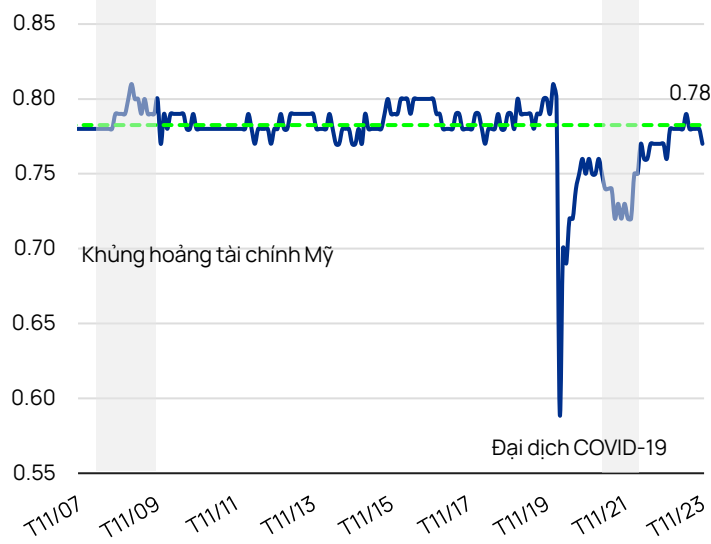
Nguồn: Cục Phân tích Kinh tế Mỹ (BEA), FRED, Vietcap. Điều chỉnh theo mùa và theo năm

Hình 6: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng (CCI) và chỉ số giá tiêu dùng (CPI) thực phẩm của Hội đồng Hội nghị Mỹ



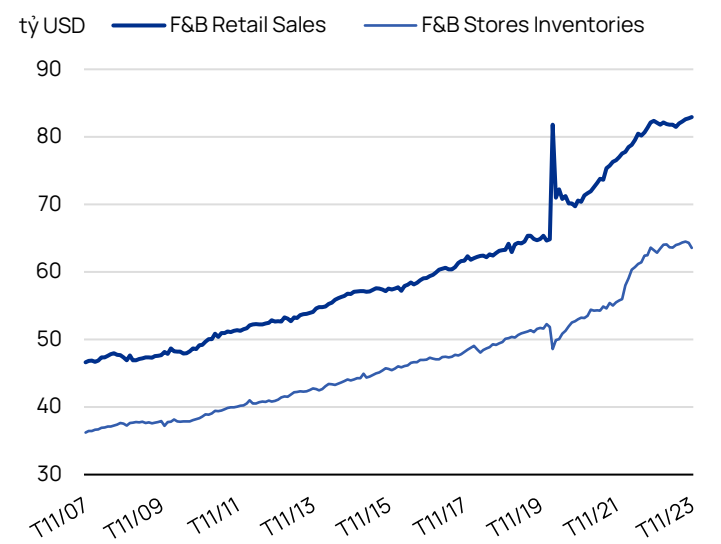
Nguồn: BEA, Bloomberg, Vietcap

Hình 7: Tỷ lệ tồn kho/doanh thu bán lẻ F&B tại Mỹ



Nguồn: Dữ liệu Kinh tế của Cục Dự trữ Liên bang (FRED), Vietcap

Hình 8: Hàng tồn kho và doanh số bán lẻ F&B của Mỹ, được điều chỉnh theo mùa



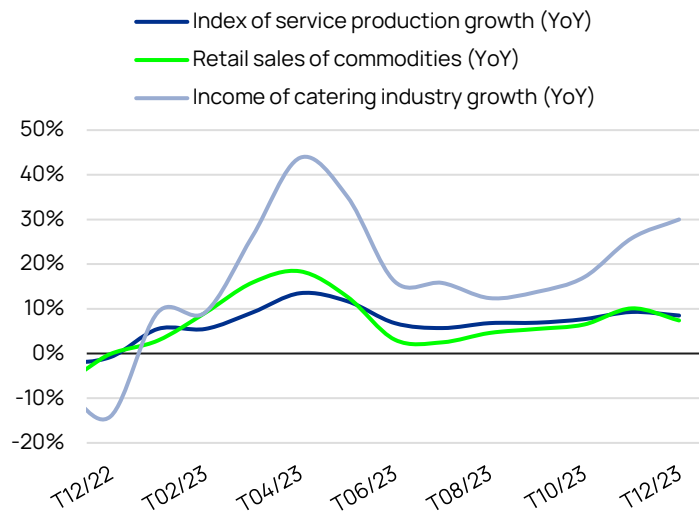
Nguồn: FRED, Vietcap

Thị trường Trung Quốc và Châu Âu

Nhu cầu ăn uống ở Trung Quốc phục hồi vào cuối năm 2023 chủ yếu do giảm giá. Theo AgroMonitor và công ty nghiên cứu nông nghiệp Trung Quốc Sitionia Consulting, sản lượng cá trong nước tăng mạnh tại thị trường cá, hải sản Trung Quốc vốn mang tính phân mảnh dẫn đến cuộc chiến giá cả giữa các sản phẩm trong bối cảnh sức tiêu thụ yếu vào năm 2023. Cụ thể, trong năm 2023, giá bán trung bình của các loại cá phổ thông bao gồm cá lóc, cá rô phi và cá tra giảm ~20% YoY, theo Sitionia Consulting, điều này phần nào giải thích cho sự phục hồi mạnh trong chi tiêu tại nhà hàng trong quý 4/2023 (**Hình 10**). Điều đó cũng cho thấy người tiêu dùng Trung Quốc vẫn quan tâm đến giá cả khi đi ăn ngoài, điều này càng được chứng minh bằng niềm tin của người tiêu dùng Trung Quốc ở mức thấp trong quý 4/2023 (**Hình 11**). Do đó, chúng tôi nhận thấy dư địa tăng trưởng cho giá cá tra tại thị trường Trung Quốc vào năm 2024 sẽ bị thu hẹp.

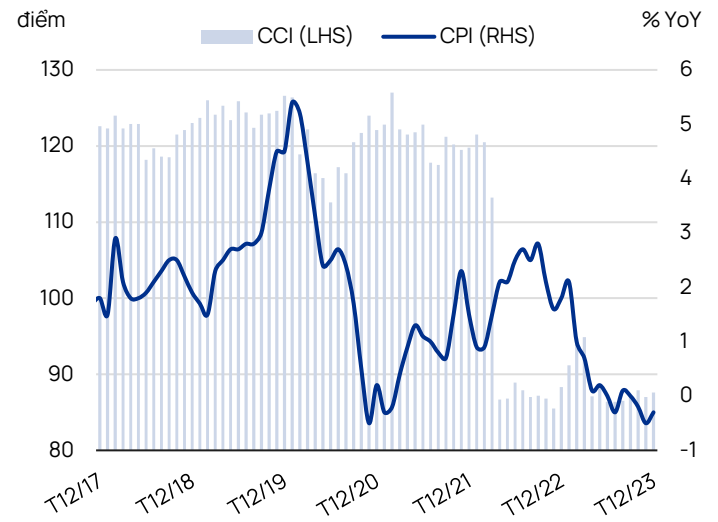
Các hành động chặt chẽ hơn của Châu Âu đối với sản phẩm cá của Nga và Trung Quốc có thể mang lại lợi ích cho xuất khẩu cá của Việt Nam sang EU. Vào tháng 12/2023, Hội đồng Châu Âu đã quyết định không cho phép các sản phẩm thủy sản có nguồn gốc từ Nga được hưởng ưu đãi miễn thuế trong giai đoạn 2024-2026. Trước đó vào tháng 11/2023, Châu Âu cũng thắt chặt nhập khẩu sản phẩm cá từ Trung Quốc để kiểm soát các hoạt động đánh bắt phi pháp, không báo cáo và không theo quy định. Do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu tại thị trường Châu Âu có thể chuyển hướng sang các sản phẩm thủy sản của Việt Nam, trong đó có phi lê cá tra. Vào tháng 12/2023, sản lượng bán cá tra Việt Nam tại thị trường Châu Âu tăng 3% YoY và 23% MoM.

Hình 9: Tăng trưởng YoY của chỉ số sản xuất dịch vụ, hàng hóa và doanh số bán lẻ thực phẩm tại Trung Quốc



Nguồn: Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc, Vietcap (kết quả tháng 1 và tháng 2 được kết hợp).

Hình 10: CCI và CPI của Trung Quốc



Nguồn: Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc, Vietcap

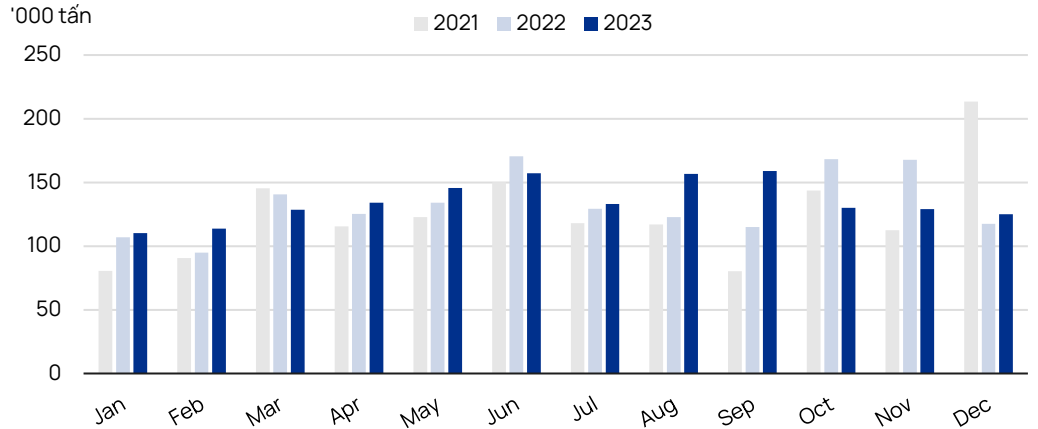
Giá cá nguyên liệu giảm vào năm 2024 nhờ chi phí nuôi trồng giảm

Nguồn cung vẫn thắt chặt trong quý 4/2023 do lượng đơn hàng thấp. Theo AgroMonitor, lợi suất nuôi cá tra nguyên liệu ở Đồng bằng sông Cửu Long giảm 15% YoY trong quý 4/2023 (**Hình 12**). Người nuôi cá tra đã trì hoãn chu kỳ nuôi mới trong nửa đầu năm 2023 do (1) giá bán giảm xuống dưới mức hòa vốn (**Hình 13**) và (2) chi phí nuôi trồng cao. Giá bán cá nguyên liệu thấp do nhu cầu của người tiêu dùng cuối yếu trong năm 2023.

Giá hàng hóa giảm và dự báo thời tiết thuận lợi hơn giúp giảm chi phí nuôi trồng trong năm 2024. Theo dự báo thời tiết của Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRICS) tính đến tháng 1/2024, tác động của El Niño dự kiến sẽ giảm dần vào tháng 3/2024 trước khi có thể quay trở lại điều kiện trung tính từ quý 2/2024 (**Hình 15**), điều mà chúng tôi tin rằng sẽ giúp giảm chi phí nuôi trồng vào năm 2024. Ngoài ra, do sản lượng nông nghiệp ở Mỹ cải thiện trong nửa cuối năm 2023 nhờ thời tiết thuận lợi, giá bột đậu nành giảm 23% trong thời gian từ tháng 11 đến tháng 12/2023 (**Hình 14**). Chúng tôi lưu ý rằng bột đậu nành là nguyên liệu chính để sản xuất bột cá (50%-70% giá vốn hàng bán cá nguyên liệu, theo Hiệp hội Sản xuất và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam). Theo dự báo của USDA, giá đậu nành trung bình ước tính tăng 7% YoY vào năm 2023 và dự kiến giảm 10% YoY vào năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng tình trạng nguồn cung thắt chặt sẽ tiếp tục trong quý 1/2024, phù hợp với dự báo El Niño của IRICS và sản lượng cá tra sẽ cải thiện trong quý 2/2024 sắp tới.

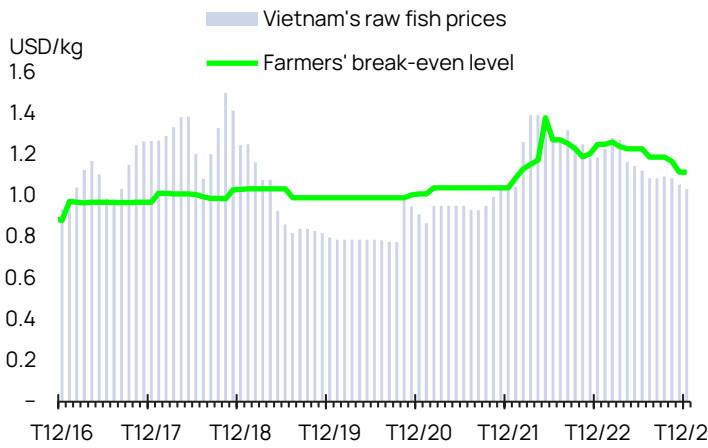
Chúng tôi kỳ vọng giá bán phi lê xuất khẩu sẽ phục hồi dần trong giai đoạn 2024-2025. Trong nửa đầu năm 2023, mức tiêu thụ không mạnh như kỳ vọng trước đây của chúng tôi mặc dù kỳ nghỉ lễ đã đến, nguyên nhân chủ yếu do những bất ổn kéo dài trong triển vọng kinh tế toàn cầu đã ảnh hưởng chi tiêu của người tiêu dùng trong quý 4/2023. Trong khi nguồn cung vẫn ở mức thấp do chi phí cao như dự kiến, chúng tôi hiện dự báo ASP sẽ phục hồi dần vào năm 2024, phù hợp với sự phục hồi của tiêu dùng.

Hình 11: Sản lượng thu hoạch cá tra nguyên liệu ở ĐBSCL



Nguồn: Tổng cục Thống kê (TCTK), Vietcap

Hình 12: Giá cá tra nguyên liệu tại Việt Nam (USD/kg)



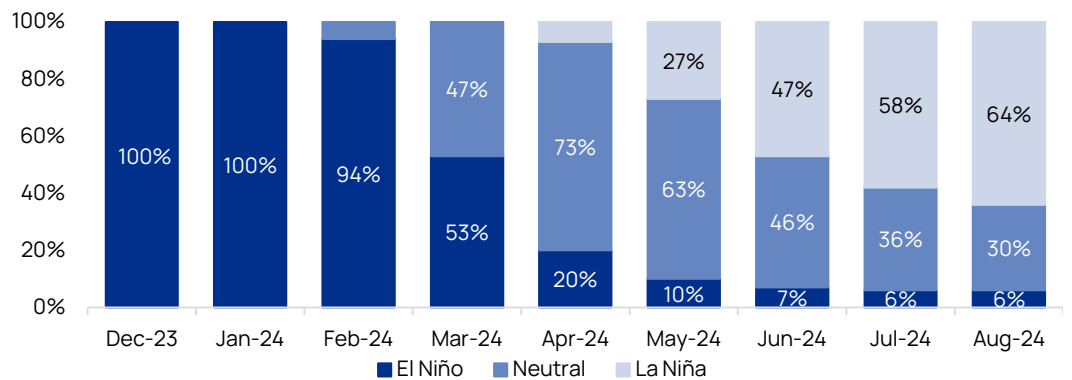
Nguồn: AgroMonitor, Vietcap

Hình 13: Giá bột đậu nành (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 14: Xác suất cho điều kiện thời tiết kể từ tháng 1/2024



Nguồn: Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội, Vietcap

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

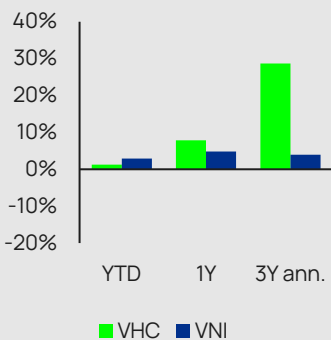
Ngành	Nông nghiệp
Ngày báo cáo	06/02/2024
Giá hiện tại	65.300VND
Giá mục tiêu	72.400VND
GMT gần nhất *	65.700VND
TL tăng	+10,9%
Lợi suất cổ tức	3,1%
Tổng mức sinh lời	+13,9%
Khuyến nghị	KHẢ QUAN
* Điều chỉnh cho ESOP và cổ tức cổ phiếu	
GT vốn hóa	12,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	9,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	32 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	224,5 tr
Pha loãng	224,5 tr

	VHC	VNI
P/E (trượt)	15,7x	15,0x
P/B (hiện tại)	1,8x	1,7x
ROE	11,1%	12,5%
ROA	7,7%	1,8%

Tổng quan Công ty

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới, chuyên nuôi trồng thủy sản, collagen & gelatin (C&G). Các thị trường chính của công ty bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. Chúng tôi ước tính các sản phẩm của VHC chiếm khoảng 47% lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ và hầu hết lượng C&G xuất khẩu từ Việt Nam trong năm 2022.

Diễn biến giá cổ phiếu



Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên

han.mai@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.538

Hoàng Nam

Phó giám đốc

nam.hoang@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.124

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	10.039	12.287	14.391	16.527
% YoY	-24,1%	22,4%	17,1%	14,8%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	897	1.675	2.232	2.724
% YoY	-54,6%	86,8%	33,3%	22,0%
EPS	-61,1%	70,1%	33,3%	22,0%
Biên LN gộp	14,4%	19,1%	20,8%	21,5%
Biên LN từ HĐKD	9,2%	13,9%	15,7%	16,4%
Biên EBITDA	13,2%	18,0%	19,5%	20,0%
Biên LN ròng	8,9%	13,6%	15,5%	16,5%
Giá CP/Dòng tiền hoạt động	25,8x	5,0x	4,3x	3,9x
EV/EBITDA	9,5x	5,7x	4,5x	3,8x
P/E	15,7x	9,2x	6,9x	5,7x
P/B	1,8x	1,5x	1,3x	1,1x
ROE	11,1%	18,0%	20,3%	21,1%

Lợi nhuận dự kiến phục hồi vào năm 2024 & 2025

• Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị đối với CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) từ MUA xuống KHẢ QUAN mặc dù đã tăng 10% giá mục tiêu do giá cổ phiếu đã tăng 12% trong 2 tháng qua. Chúng tôi duy trì kỳ vọng về triển vọng tăng trưởng dài hạn khả quan của VHC, dẫn dắt bởi (1) vị thế của phi lê cá tra đông lạnh được củng cố trên thị trường cá thịt trắng toàn cầu và (2) tăng trưởng bền vững từ mảng collagen & gelatin (C&G) vốn có biên lợi nhuận cao.

• Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-28 của chúng tôi cao hơn 7% (thay đổi tương ứng -7%/+1%/+4% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024/2025/2026), khi chúng tôi bao gồm việc VHC mở rộng gấp đôi công suất C&G vào năm 2024/25. Chúng tôi cũng kỳ vọng sản lượng xuất khẩu phi lê đông lạnh của VHC sẽ phục hồi về mức trung bình của giai đoạn 2018-2023 vào năm 2024.

• Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E năm 2024/2025 của VHC đạt 10,2/7,7 lần so với P/E trượt trung bình 3 năm là 10,1 lần và dự báo CAGR EPS giai đoạn 2024-2026 đạt 28% của chúng tôi.

• **Yếu tố hỗ trợ:** Giá phi lê cá phục hồi mạnh hơn dự kiến.

• **Rủi ro:** Tiêu thụ cá tra toàn cầu yếu hơn dự kiến; doanh số C&G thấp hơn dự kiến.

Chúng tôi kỳ vọng CAGR doanh thu của mảng C&G sẽ đạt 32% trong giai đoạn 2023-2026 nhờ mở rộng công suất và nhu cầu phục hồi. Doanh số C&G của VHC tăng 35% QoQ trong quý 4/2023 do công ty nhận thấy nhu cầu ngày càng tăng ở Châu Á, thị trường chính của VHC cho các sản phẩm C&G. Ngoài ra, theo VHC, công ty sẽ tăng sản lượng C&G bằng cách tăng gấp đôi công suất C&G trong giai đoạn 2024-2025. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu đạt 41% YoY vào năm 2024 và CAGR doanh thu đạt 32% trong giai đoạn 2023-2026, điều này cũng dựa trên triển vọng sinh lời cho các sản phẩm chăm sóc sức khỏe và sắc đẹp ở Châu Á.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số phi lê đông lạnh của VHC sẽ phục hồi nhờ nhu cầu tăng nhanh trên các thị trường trọng điểm. Chúng tôi nhận thấy VHC đã mở rộng thị phần sản lượng xuất khẩu vào năm 2023 tại thị trường Mỹ (đạt 47% trong năm 2023 so với mức 43% vào năm 2022, theo ước tính của chúng tôi) và tại Trung Quốc (đạt 4,5% trong năm 2023 so với mức 3,2% vào năm 2022), bên cạnh việc tăng cường khả năng tự cung cấp. Về triển vọng nhu cầu trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng rằng nỗ lực thâm nhập sâu hơn vào thị trường Trung Quốc của công ty sẽ giúp công ty tiếp tục mở rộng thị phần tại thị trường này. Đồng thời, chúng tôi tin rằng xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Châu Âu sẽ phục hồi phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi về hoạt động xuất khẩu tăng mạnh hơn vào năm 2024. Ngoài ra, lệnh cấm trên diện rộng của Mỹ và EU đối với các sản phẩm cá và hải sản có nguồn gốc từ Nga vào tháng 12/2023 có thể có tác động lan tỏa tích cực đến xuất khẩu thủy sản của Việt Nam, trong đó có xuất khẩu cá tra (xem trang 3-4). Do đó, chúng tôi tin rằng VHC có vị thế tốt để nắm bắt triển vọng nhu cầu mạnh hơn này. Do đó, chúng

tôi dự báo sản lượng xuất khẩu phi lê của VHC sẽ tăng 14,5% YoY vào năm 2024 (so với mức 16,4% YoY trước đây) và giá bán trung bình sẽ tăng 5,4% YoY đạt 3,3 USD/kg vào năm 2024 (so với mức 3,5 USD/kg trước đây). Về triển vọng nguồn cung, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung cá tra hạn chế sẽ kéo dài đến quý 1/2024 trước khi tăng trong giai đoạn sau đó do chúng tôi kỳ vọng chi phí nuôi trồng sẽ giảm trong năm 2024. Khi chi phí giảm, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của VHC sẽ tăng từ 14,4% vào năm 2023 lên 19,1% vào năm 2024.

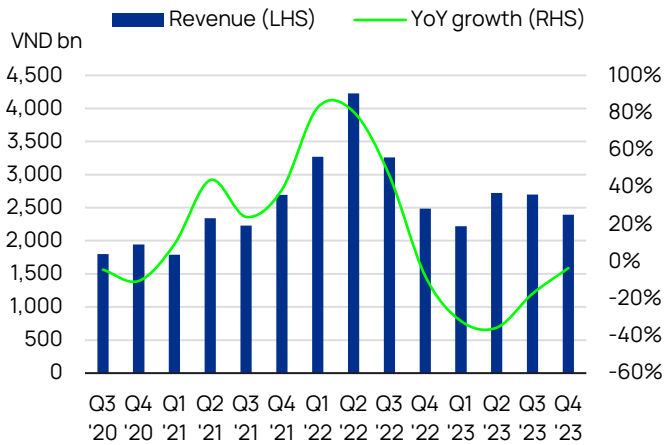
Nhìn lại năm 2023: Giá bán tiếp tục giảm trong quý 4, lợi nhuận giảm

Hình 15: KQKD quý 4 và năm 2023 của VHC

Tỷ đồng	Q4 2023	YoY	QoQ	2023	YoY	2023/ Dự báo trước đây	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	2.396	-3%	-11%	10.039	-24%	94%	* Chủ yếu do khách mua toàn cầu giảm hàng tồn kho vào đầu năm 2023 và trì hoãn đặt hàng trong năm do lo ngại về sự bất ổn kinh tế giữa các thị trường. Điều này khiến sản lượng bán giảm 15% YoY trong năm 2023. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy VHC đã mở rộng diện tích nuôi trồng và thị phần sản lượng xuất khẩu vào năm 2023 tại Mỹ (47% vào năm 2023 so với 43% vào năm 2022, theo ước tính của chúng tôi) và Trung Quốc (4,5% vào năm 2023 so với 3,2% vào năm 2022).
<i>Theo thị trường*</i>							
– Mỹ	586	-34%	-21%	2.963	-50%		* Người mua ở Mỹ trì hoãn đặt hàng do nhu cầu yếu và chi phí dây chuyền lạnh cao.
– Châu Âu	416	-5%	-7%	1.772	-2%		
– Trung Quốc và Hồng Kông	218	34%	-47%	1.182	-9%		* Cạnh tranh gay gắt trên thị trường cá và hải sản Trung Quốc, theo Agromonitor.
– Khác	605	59%	83%	1.914	18%		
– Việt Nam	817	21%	17%	2.773	-4%		* Chủ yếu bao gồm các sản phẩm phụ và sản phẩm gạo.
<i>Theo sản phẩm*</i>							
– Collagen & gelatin	214	-13%	35%	720	-19%		* Được hỗ trợ bởi sự phục hồi nhu cầu ở thị trường châu Á.
– Phi lê đông lạnh & Khác	2.054	-6%	-13%	8.794	-27%		
– Các sản phẩm gạo	150	34%	43%	454	0%		
Lợi nhuận gộp	195	-59%	-31%	1.445	-51%	86%	
Chi phí SG&A	-148	-33%	10%	-517	-28%	102%	
Lợi nhuận từ HĐKD	47	-82%	-69%	928	-59%	79%	
LNTT	99	-58%	-57%	1.108	-52%	83%	
LNST sau lợi ích CĐTS	48	-75%	-75%	897	-55%	78%	
Biên lợi nhuận gộp	8,2%			14,4%			* Theo quan điểm của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp giảm 11 điểm phần trăm YoY chủ yếu do giá bán phi lê cá tra giảm 15% YoY.
Chi phí SG&A/Doanh thu	6,2%			5,2%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	2,0%			9,2%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	2,0%			8,9%			

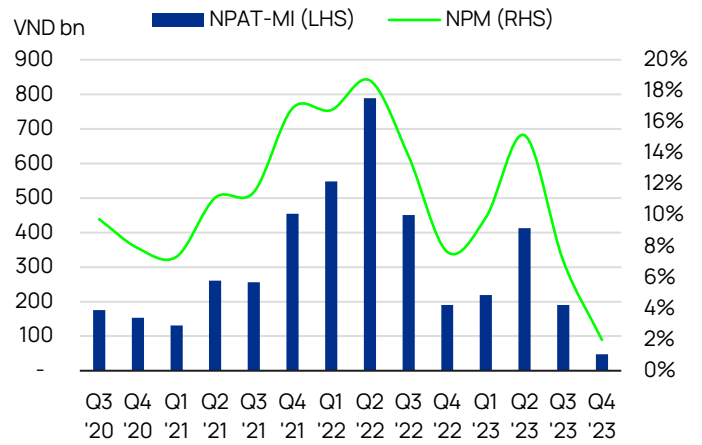
Nguồn: VHC, Dự báo của Vietcap (* Cơ cấu doanh thu theo mảng và sản phẩm dựa trên KQKD sơ bộ của VHC, trong đó kết quả tổng doanh thu chênh lệch nhẹ so với con số chính thức).

Hình 16: Doanh thu hàng quý



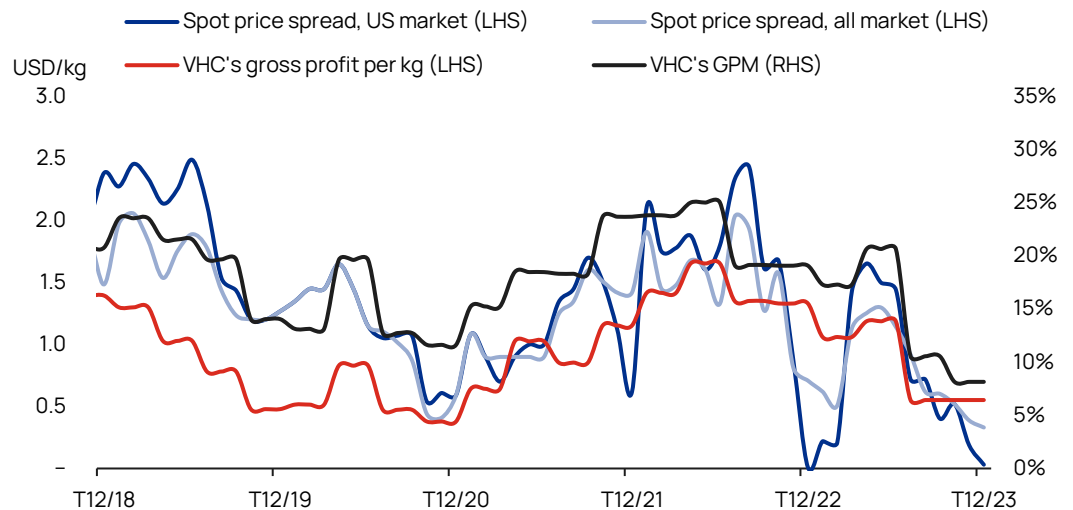
Nguồn: VHC, Vietcap

Hình 17: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý



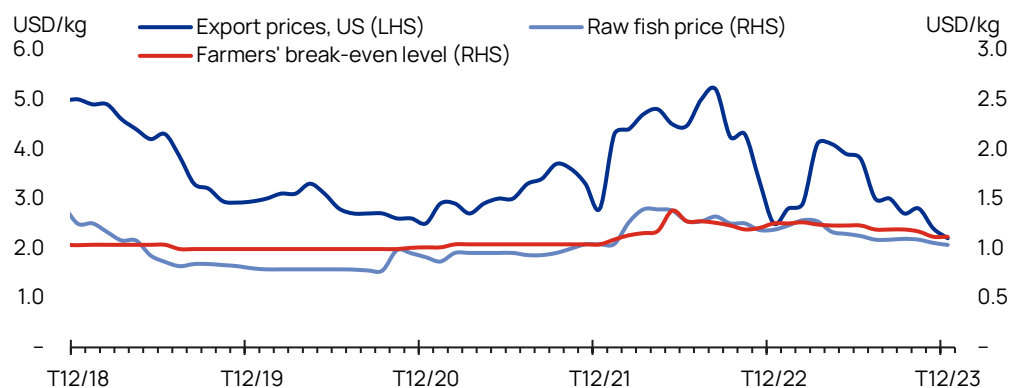
Nguồn: VHC, Vietcap

Hình 18: Biên lợi nhuận gộp hàng quý của VHC so với chênh lệch giá thị trường giao ngay hàng tháng*



Nguồn: VHC, AgroMonitor, Vietcap (số liệu tính đến tháng 12/2023; * Chênh lệch ước tính của Vietcap giữa giá xuất khẩu của VHC và giá cá nguyên liệu trên thị trường, được điều chỉnh theo hệ số chuyển đổi).

Hình 19: Giá xuất khẩu hàng tháng của VHC sang Mỹ, giá cá tra nguyên liệu của Việt Nam* và mức hòa vốn của nông dân



Nguồn: AgroMonitor, Vietcap (số liệu đến tháng 12/2023; * cá nguyên liệu là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất phi lê thành phẩm).

Dự báo năm 2024: LNST sau lợi ích CĐTS tăng 87% so với mức cơ sở của năm 2023

Hình 20: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024	YoY	Nhận định của Vietcap về dự báo 2024 mới
Doanh thu	10.039	12.287	22%	
- C&G*	720	1.014	41%	* Chúng tôi kỳ vọng sản lượng C&G sẽ tăng mạnh hơn trong năm 2024 do (1) sản lượng dự kiến cao hơn phù hợp với kế hoạch mở rộng của công ty và (2) nhu cầu C&G toàn cầu dự kiến sẽ tăng mạnh – đặc biệt ở Châu Á, thị trường chính của VHC cho sản phẩm này.
- Phi lê đông lạnh và các sản phẩm liên quan*	8.865	10.728	21%	
<i>Tăng trưởng sản lượng phi lê</i>	<i>-15,1%</i>	<i>14,5%</i>		* Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cá tra sẽ phục hồi từ mức đáy vào năm 2023 và có khả năng chiếm được một phần nhu cầu từ lệnh cấm trên diện rộng đối với các sản phẩm thủy sản Nga của Mỹ và EU.
<i>Tăng trưởng ASP phi lê</i>	<i>-26,4%</i>	<i>5,4%</i>		* Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng xuất khẩu ở Mỹ/Trung Quốc/EU sẽ tăng 14%/16%/9% YoY (so với 19%/28%/11% YoY như trước đây).
- Các sản phẩm gạo (Sa Giang)*	454	545	20%	* Chúng tôi dự báo giá bán trung bình sẽ tăng từ 3,1 USD/kg vào năm 2023 lên 3,3 USD/kg (so với mức 3,5 USD/kg trước đây) dựa trên kỳ vọng của chúng tôi về triển vọng nhu cầu mạnh hơn.
- Sản phẩm rau quả (Thanh Ngọc)*	350	403	15%	
Lợi nhuận gộp	1.445	2.347	62%	
- C&G*	279	375	35%	
- Phi lê đông lạnh và các sản phẩm liên quan*	1.071	1.842	72%	
- Sa Giang*	95	130	37%	
- Sản phẩm rau quả (Thanh Ngọc)*	53	60	15%	
Lợi nhuận từ HĐKD	928	1.712	85%	
Các khoản mục ngoài HĐKD	180	224	24%	
LNTT	1.108	1.935	75%	
LNST sau lợi ích CĐTS	897	1.675	87%	
Biên lợi nhuận gộp	14,4%	19,1%		
- C&G*	38,7%	37,0%		* Chi phí khấu hao tăng do mở rộng công suất.
- Phi lê đông lạnh & khác *	12,1%	17,2%		* Được hỗ trợ bởi giá bán trung bình tăng và chi phí nuôi trồng thấp hơn vào năm 2024 do chúng tôi tin rằng giá nguyên liệu sẽ giảm, do đó giá bột cá sẽ giảm 7% YoY.
- Sa Giang*	20,8%	23,8%		
- Thanh Ngọc*	15,0%	15,0%		
Chi phí SG&A/Doanh thu	5,2%	5,2%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	9,2%	13,9%		
Biên lợi nhuận ròng	8,9%	13,6%		

Nguồn: VHC, Vietcap (* Vietcap ước tính)

Định giá

In this Update Report, we maintain a 50/50 mix of DCF and EV/EBITDA-based sum-of-the-parts (SoTP) methods to value VHC. In our view, a balanced mix between these two methods is reasonable given the different fundamental profiles of VHC's business segments as well as the company's volatile earnings growth that is primarily driven by its traditional filet export business, which is vulnerable to external factors. We also maintain a 10% discount on our valuation of VHC as the firm holds a substantial amount of real estate and trading securities and incurred a provision against these investments of VND39bn in Q4 2023.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi duy trì cơ cấu 50/50 giữa các phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) và phương pháp tổng của từng phần dựa trên EV/EBITDA để định giá VHC. Theo quan điểm của chúng tôi, tỷ lệ cân bằng giữa 2 phương pháp này là hợp lý do đặc điểm cơ bản khác nhau của các mảng kinh doanh của VHC cũng như mức tăng trưởng lợi nhuận không ổn định của công ty chủ yếu được thúc đẩy bởi hoạt động kinh doanh xuất khẩu phi lê truyền thống vốn dễ bị ảnh hưởng bởi các yếu tố bên ngoài. Chúng tôi cũng duy trì mức chiết khấu 10% khi định giá VHC do công ty nắm giữ một lượng lớn bất động sản và chứng khoán kinh doanh và phải trích lập 39 tỷ đồng dự phòng cho các khoản đầu tư này trong quý 4/2023.

Hình 21: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý/CP (VND)	Đóng góp giá trị/CP (VND)
CKDT	50%	107.434	53.717
Tổng của từng phần	50%	53.533	26.767
Tổng cộng			80.484
Chiết khấu định giá			10%
Giá mục tiêu			72.400
P/E năm 2024/2025 theo GMT			10,2x/7,7x
EV/EBITDA năm 2024/2025 theo GMT			7,5x/5,9x

Nguồn: Vietcap

Hình 22: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận từ HĐKD	2.207	2.880	3.488	4.227	3.861
- Thuế	-245	-323	-392	-475	-413
+ Chiết khấu	500	551	597	635	682
- Vốn XDCB	-614	-720	-496	-558	-762
- Thay đổi vốn lưu động	485	130	-120	-436	-220
Dòng tiền tự do (DTTD)	2.333	2.519	3.077	3.393	3.147
GTHT của DTTD	2.051	1.947	2.091	2.028	1.654
GTHT lũy kế của DTTD	2.051	3.998	6.090	8.117	9.771

Chi phí vốn	Trước đây	Mới
Hệ số Beta	1,2	1,2
Phần bù rủi ro vốn cổ phần %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí vốn cổ phần %	15,9	15,9
Chi phí nợ vay %	6,0	6,0
Thuế doanh nghiệp %	15,0	15,0
Nợ vay/vốn %	20,0	20,0
WACC %	13,7	13,7
Tăng trưởng giá trị cuối %	3,0	3,0

Chiết khấu dòng tiền	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	9.771
GTHT của giá trị cuối (GTC)	15.027
GTGT của DTTD và GTC	24.798
+ Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	2.306
- Nợ vay	2.648
- Lợi ích CĐTS	242
Giá trị vốn CSH	24.114
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	224,5
Giá trị CKDT/CP (VND)	107.434

Nguồn: Vietcap

Hình 23: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu của chúng tôi cho VHC liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng giá trị cuối, các yếu tố khác không thay đổi

		WACC				
		11,7%	12,7%	13,7%	14,7%	15,7%
Tốc độ tăng trưởng GTC	1,0%	75.800	71.200	67.300	64.000	61.200
	2,0%	79.500	74.200	69.700	66.000	62.800
	3,0%	84.100	77.800	72.400	68.300	64.700
	4,0%	89.800	82.100	76.100	71.100	67.000
	5,0%	97.200	87.700	80.300	74.400	69.600

Nguồn: Vietcap

Hình 24: Định giá tổng của từng phần

Tỷ đồng	EBITDA 2024 điều chỉnh*	EV/ EBITDA mục tiêu (x)	TL sở hữu của VHC	EV mục tiêu của VHC	Lưu ý về mục tiêu EV/EBITDA của Vietcap
Collagen & gelatin	429	8,5	100%	3.643	* Chúng tôi giữ nguyên mục tiêu EV/EBITDA, trong đó mức chiết khấu so với giá trị giao dịch trung bình là 11,7 lần đối với các công ty thực phẩm bổ sung toàn cầu ở thị trường tầm trung, theo báo cáo Ngành Sức khỏe trong bối cảnh kinh tế bất ổn của ngân hàng đầu tư Mỹ Capstone Headwaters, tháng 8/2022. Điều này phản ánh rủi ro vốn cổ phần của Việt Nam.
Phi lê đông lạnh và các sản phẩm liên quan	1.565	5,1	100%	7.982	* Chúng tôi duy trì EV/EBITDA mục tiêu ở mức 5,1 lần – giảm 15% so với EV/EBITDA trung bình 5 năm trong giai đoạn 2014-2019 của VHC là 6,0 lần – để phản ánh rủi ro vốn cổ phần của Việt Nam. * Theo quan điểm của chúng tôi, định giá thị trường của VHC trước năm 2020 không bao gồm mảng C&G của công ty do đóng góp lợi nhuận không đáng kể. Diễn biến giá cổ phiếu của VHC và việc thiếu các công ty cùng ngành có thể so sánh trong khu vực là lý do khiến chúng tôi chọn kết quả EV/EBITDA của VHC thay vì EV/EBITDA của các công ty cùng ngành.
Sa Giang	134	6,8	77%	912	* Chúng tôi giữ nguyên mục tiêu EV/EBITDA chiết khấu để phản ánh rủi ro vốn cổ phần tại Việt Nam. Chúng tôi tin rằng mục tiêu EV/EBITDA cao hơn mục tiêu EV/EBITDA của mảng phi lê đông lạnh là hợp lý vì Sa Giang chiếm 80% thị phần trên thị trường bánh quy tôm Việt Nam.
Thanh Ngọc	18	8,9	90%	162	* Chúng tôi áp dụng EV/EBITDA mục tiêu là 8,9 lần, mức chiết khấu liên quan đến rủi ro vốn cổ phần của Việt Nam đối với giá trị giao dịch trung bình của các nhà chế biến rau quả toàn cầu là 10,5, theo báo cáo tóm tắt ngành Thực phẩm và Đồ uống của ngân hàng đầu tư Mỹ Harris Williams, vào quý 2/2023.
Tổng EV				12.700	
Nợ vay ròng và lợi ích CĐT				684	
Tổng giá trị vốn sở hữu				12.016	
SL cổ phiếu (triệu)				224,5	
Giá trị/CP (VND)				53.533	

Nguồn: VHC, Vietcap (*Được điều chỉnh theo khoản đóng góp vào quỹ khen thưởng & phúc lợi, chiếm 5% LNST sau lợi ích CĐT hàng năm, theo dự báo của chúng tôi).

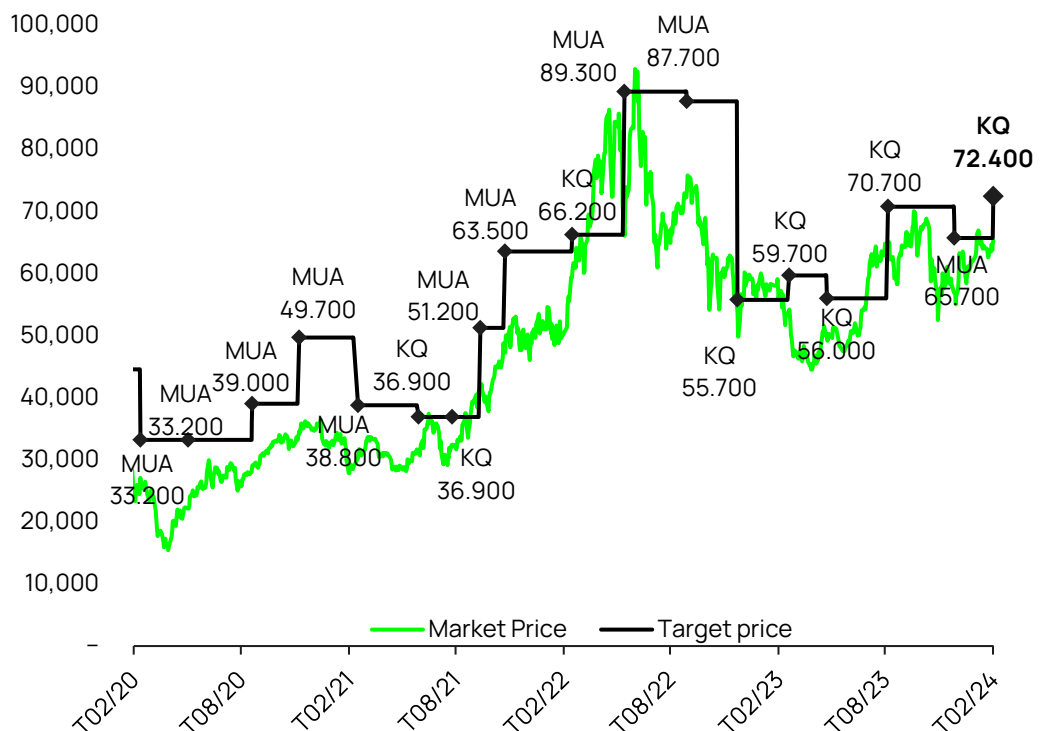
Hình 25: Các công ty cùng ngành cá và hải sản Việt Nam

Tên công ty	Mã CK	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	Nợ ròng/VCSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/B quý gần nhất (x)	P/E trượt (x)	EV/EBITDA trượt (x)
CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	MPC	275	702	21	35	28	67,7	14,2	8,2	1,2	8,7	8,2
CTCP Nam Việt	ANV	162	186	-9	2	-94	67,7	1,5	0,8	1,4	94,8	19,8
CTCP Hùng Vương	HVG	N/A	150	-49	-58	N.M.	333,5	-110,7	-16,5	N/A	N/A	N/A
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI	105	296	39	3	-87	121,0	2,5	1,0	0,8	31,7	13,1
CTCP Thực phẩm Sao Ta	FMC	116	213	-11	12	-11	36,9	14,0	8,7	1,4	10,3	7,2
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	24	41	-4	1	-89	62,3	1,8	0,9	0,8	41,3	15,3
CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	ABT	17	22	-14	3	-1	18,8	13,6	10,1	0,9	6,6	4,9
Trung vị		110	186	-9	3	-49	67,7	2,5	1,0	1,0	21,0	10,6
Trung bình		116	230	-4	0	-42	101,1	-9,0	1,9	1,1	32,2	11,4
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC	507	421	-24	38	-55	4,2	11,1	7,7	1,8	15,7	9,5

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu tính đến ngày 06/02/2024)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 26: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành).

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	10.039	12.287	14.391	16.527
Giá vốn hàng bán	-8.594	-9.940	-11.400	-12.981
Lợi nhuận gộp	1.445	2.347	2.991	3.546
Chi phí bán hàng	-217	-266	-312	-358
Chi phí quản lí DN	-300	-370	-427	-486
LN thuần HĐKD	928	1.712	2.252	2.702
Doanh thu tài chính	371	465	598	755
Chi phí tài chính	-222	-272	-308	-352
Trong đó, chi phí lãi vay	-133	-125	-136	-154
Lợi nhuận từ công ty LDLC	1	0	0	0
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	31	31	31	31
LNTT	1.108	1.935	2.572	3.136
Thuế TNDN	-158	-245	-323	-392
LNST trước CĐTS	950	1.690	2.249	2.743
Lợi ích CĐTS	-53	-15	-16	-20
LNST sau CĐTS, báo cáo	897	1.675	2.232	2.724
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	897	1.675	2.232	2.724
EBITDA	1.330	2.212	2.803	3.299
EPS báo cáo, VND	4.168	7.089	9.449	11.528
EPS pha loãng hoàn toàn, VND	4.168	7.089	9.449	11.528
DPS, VND	2.000	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	48,0%	28,2%	21,2%	17,3%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-24,1%	22,4%	17,1%	14,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	-58,9%	84,5%	31,6%	20,0%
Tăng trưởng LNTT	-52,3%	74,7%	32,9%	21,9%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh (1)	-61,1%	70,1%	33,3%	22,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	14,4%	19,1%	20,8%	21,5%
Biên LN từ HĐ %	9,2%	13,9%	15,7%	16,4%
Biên EBITDA %	13,2%	18,0%	19,5%	20,0%
Biên LNST sau CĐTS %	8,9%	13,6%	15,5%	16,5%
ROE %	11,1%	18,0%	20,3%	21,1%
ROA %	7,7%	12,9%	14,6%	15,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	137	128	103	85
Số ngày phải thu	71	52	53	54
Số ngày phải trả	17	18	19	19
TG luân chuyển tiền	190	162	138	120
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,5	2,5	2,6	2,9
CS thanh toán nhanh	1,3	1,6	2,0	2,3
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,2
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn CSH	0,0	-0,1	-0,3	-0,4
Khả năng thanh toán lãi vay	7,0	13,7	16,6	17,5

Nguồn: VHC, dự báo của Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	238	425	632	893
Đầu tư TC ngắn hạn	2.068	3.693	5.496	7.767
Các khoản phải thu	1.582	1.936	2.268	2.650
Hàng tồn kho	3.618	3.368	3.082	2.976
TS ngắn hạn khác	245	300	352	404
Tổng TS ngắn hạn	7.751	9.722	11.829	14.689
TS dài hạn (gộp)	5.630	6.436	7.156	7.651
- Khấu hao lũy kế	-2.087	-2.553	-3.070	-3.633
TS dài hạn (ròng)	3.543	3.883	4.086	4.018
Đầu tư TC dài hạn	67	66	66	66
TS dài hạn khác	444	447	442	437
Tổng TS dài hạn	4.054	4.397	4.594	4.522
Tổng Tài sản	11.806	14.119	16.423	19.210
Phải trả ngắn hạn	450	520	628	715
Nợ ngắn hạn	2.546	2.647	3.035	3.456
Nợ ngắn hạn khác	122	696	815	936
Tổng nợ ngắn hạn	3.118	3.863	4.478	5.108
Nợ dài hạn	102	102	102	102
Nợ dài hạn khác	19	19	19	19
Tổng nợ	3.239	3.984	4.599	5.229
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	1.870	2.245	2.245	2.245
Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	6.191	7.371	9.043	11.181
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	242	256	273	292
Vốn chủ sở hữu	8.464	10.135	11.824	13.982
Tổng cộng nguồn vốn	11.806	14.119	16.423	19.210
CP lưu hành cuối năm (triệu)	187,0	224,5	224,5	224,5

LUU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	553	238	425	632
Lợi nhuận sau thuế	897	1.675	2.232	2.724
Khấu hao	402	500	551	597
Thay đổi vốn lưu động	-1.039	485	130	-120
Điều chỉnh khác	204	-261	-95	-117
Tiền từ hoạt động KD	464	2.399	2.818	3.084
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-560	-614	-720	-496
Đầu tư, ròng	-121	-1.661	-1.831	-2.299
Tiền từ HĐ đầu tư	-680	-2.276	-2.551	-2.795
Cổ tức đã trả	0	-411	-449	-449
Tăng (giảm) vốn	37	374	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	333	101	389	421
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-73	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-389	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-93	63	-60	-28
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-309	187	207	261
Tiền cuối năm	238	425	632	893

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Mai Đoàn Ngọc Hân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. 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.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Pasteur

Tòa nhà Sailing, tầng 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Trần Thị Thùy Linh, Chuyên viên, ext 196
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức

Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.