

# MUA

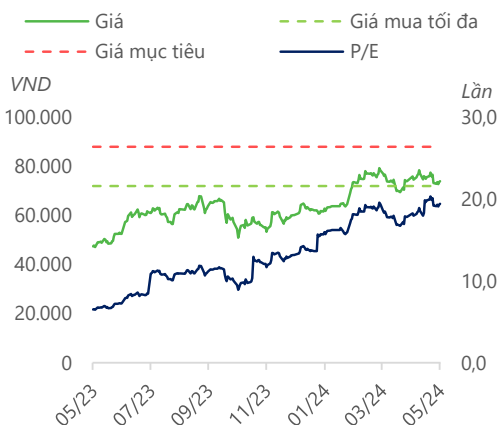
Giá mục tiêu 2024: **88.000 VND**  
Upside: **14%**  
Cập nhật: **03/06/2024**

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** Giá bán cá tra xuất khẩu kỳ vọng tăng 5%-10% YoY nhờ nhu cầu phục hồi và hàng tồn kho được giải phóng tại các thị trường trọng điểm.

**Tiêu cực:** Giá cước vận chuyển neo cao ảnh hưởng tới lợi nhuận của doanh nghiệp.

**Khuyến nghị:** Hiện tại P/E của VHC đang ở quanh vùng đỉnh lịch sử, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư kiên nhẫn chờ cổ phiếu chiết khấu về vùng giá 72.000-73.000 VND/cp.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Nuôi trồng thủy hải sản
Giá hiện tại (VND)	77.200
Vốn hóa (Tỷ VND)	17.328
Số lượng CPLH (triệu cp)	224,5
EPS 4 quý gần nhất	3.812,4
P/E	19,4
Cao nhất 1 năm	82.200
Thấp nhất 1 năm	47.124

# VHC

## Thủy sản Vĩnh Hoàn

## TỔNG QUAN

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp top đầu ngành 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

### Kỳ vọng xuất khẩu cá tra khởi sắc hơn từ Q3.2024

4T.2024, kim ngạch xuất khẩu cá tra của VHC tăng 4% svck nhờ sản lượng xuất khẩu khả quan hơn. Mặc dù vậy, mặt bằng giá xuất khẩu sang các thị trường trọng điểm vẫn chưa có sự phục hồi đáng kể. Tăng trưởng giá bán chưa mấy khả quan do nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường lớn của VHC vẫn còn ảm đạm, đặc biệt là thị trường Mỹ. Tuy nhiên, DSC kỳ vọng rằng, kể từ Q3.2024, giá xuất khẩu cá tra của VHC sẽ tăng 8%-10% so với hiện tại trong bối cảnh khan hiếm các sản phẩm cá thịt trắng tại Mỹ.

### Giá cước cảng biển neo cao ảnh hưởng lợi nhuận gộp

Căng thẳng tại Biển Đỏ vẫn leo thang khiến giá cước vận chuyển đường biển từ Châu Á sang Châu Âu và Mỹ tăng 16% kể từ đầu năm 2024, tiếp tục gây áp lực lên BLN của VHC. Giá cước vận chuyển sẽ còn tiếp tục neo cao cho đến cuối năm do tình trạng thiếu nguồn cung tàu biển trầm trọng hơn. Tuy nhiên, DSC kỳ vọng rằng BLN của VHC sẽ được hỗ trợ phần nào từ việc chi phí thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt.

### Gia tăng áp lực cạnh tranh tại thị trường Trung Quốc

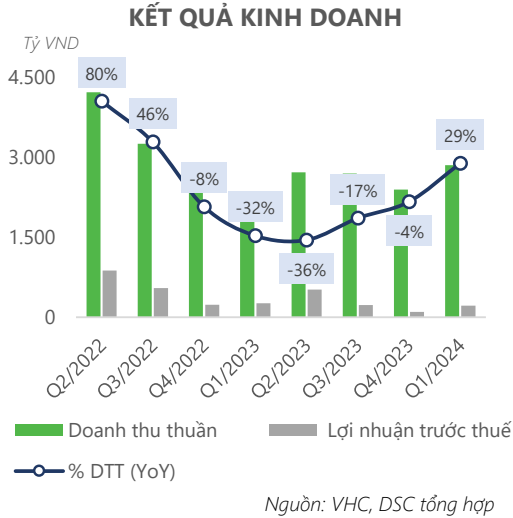
Q1.2024, doanh thu từ thị trường Trung Quốc (thị trường quan trọng thứ 2 của VHC) giảm một nửa so với cùng kỳ. Chúng tôi nhận thấy rằng, nguyên nhân chính là do Nga đang xuất khẩu 98% sản lượng cá Minh Thái của mình sang Trung Quốc với chiết khấu 20% so với giá thị trường. Điều này dự kiến sẽ tiếp tục gây áp lực lên các mặt hàng cá tra xuất khẩu của nước ta trong thời gian tới.

### KẾT QUẢ KINH DOANH

#### Tín hiệu khả quan từ các thị trường trọng điểm

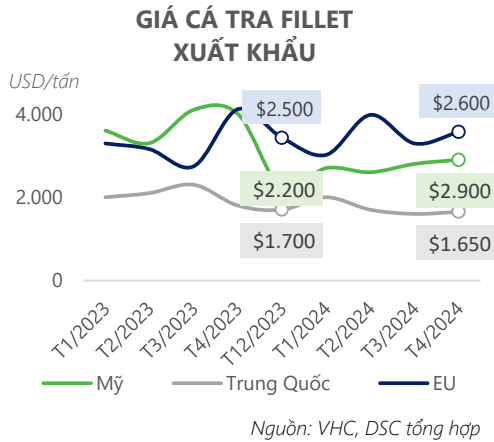
Q1.2024, Doanh thu thuần của VHC đạt 2.855 tỷ VND (+29% YoY) và LNST đạt 189 tỷ (-16% YoY), lần lượt đạt 25% và 19% kế hoạch năm 2024. Trong đó doanh thu tại thị trường Mỹ (+33% YoY), Châu Âu (+47% YoY), và thị trường nội địa (+39% YoY) đã lần át mức giảm 51% YoY từ thị trường Trung Quốc.

Chúng tôi kỳ vọng rằng giá cá sẽ có sự hồi phục 8%-10% svck kể từ cuối Q3 năm nay nhờ: (1) Sức tiêu thụ tại thị trường Mỹ tiếp tục đà phục hồi hiện tại, và (2) Việc nguồn cung cá thịt trắng tại Mỹ và trên thế giới bị thắt chặt sẽ thúc đẩy tiêu thụ sản phẩm cá tra Việt Nam.



#### Giá bán hồi phục chậm hơn dự kiến

Nhìn chung, giá bán bình quân tại hai thị trường EU và Mỹ của VHC đều hồi phục nhẹ svck trong khi giá bán tại Trung Quốc vẫn tương đối ảm đạm. Đà phục hồi chậm đến từ việc tình hình kinh tế tại các thị trường trọng điểm chưa thực sự khả quan. Đặc biệt tại Mỹ, lạm phát dù đã giảm nhẹ so với đầu năm nhưng tốc độ giảm đang chậm dần, cộng hưởng với tỷ lệ thất nghiệp tăng, khiến cho sức tiêu thụ mặt hàng cá tra giảm. Điều này thể hiện rõ ở việc kim ngạch xuất khẩu tháng 2 và 3 giảm lần lượt 42% và 12% svck mặc dù kim ngạch tháng 1 tăng gấp đôi so với T1.2023.

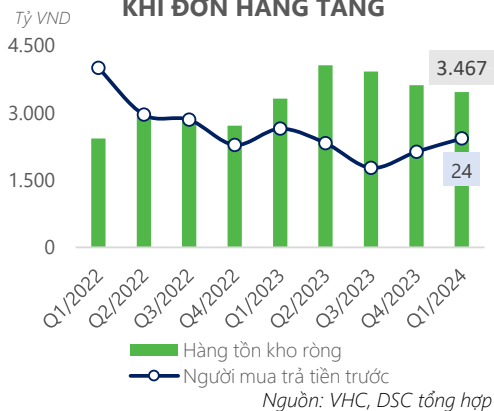


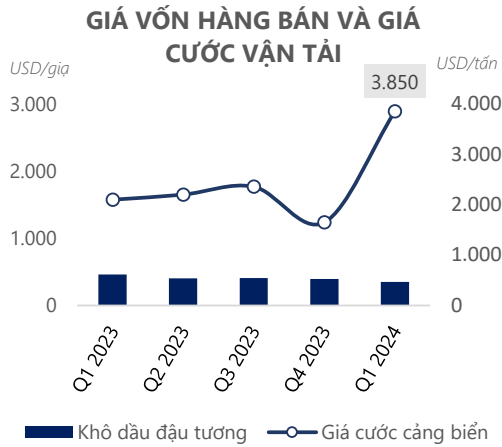
#### Kỳ vọng giá bán điều chỉnh tăng dần từ cuối Q3

Hàng tồn kho ròng của VHC đã giảm đáng kể trong bối cảnh lượng đơn hàng đã nhích dần trong 3 quý gần đây. Ước tính sản lượng xuất khẩu của VHC đã tăng ở mức 20% so với cùng kỳ, đặc biệt là sang thị trường Mỹ.

VHC đang có tốc độ hồi phục nhanh hơn so với thị trường chung, và có thể điều chỉnh giá bán ở mức 5-10% trong nửa sau năm 2024. Tuy nhiên, việc Mỹ xem xét công nhận Việt Nam là nền kinh tế thị trường sẽ vô hiệu hóa lợi thế thuế POR 0% của VHC, giá bán có thể tăng chậm hơn trước sự cạnh tranh của các đối thủ mới gia nhập thị trường.

### HÀNG TỒN KHO RÒNG GIẢM KHI ĐƠN HÀNG TĂNG



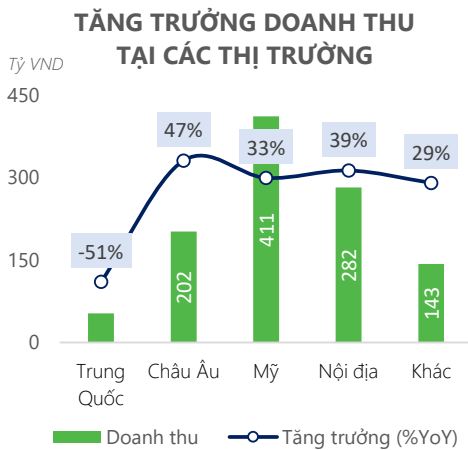


Nguồn: Agromonitor, DSC tổng hợp

### Áp lực chi phí vận chuyển vẫn hiện hữu

Giá cước cảng biển tới Châu Âu và Mỹ đã tăng gấp hai lần so với cùng kỳ trong Q1 do căng thẳng leo thang tại khu vực Biển Đỏ và tình trạng thiếu nguồn cung tàu tại Châu Á. Đây là yếu tố đã đẩy giá vốn hàng bán của VHC tăng 42% YoY, khiến LNST của doanh nghiệp giảm 16% YoY.

Chúng tôi cho rằng tình trạng thiếu nguồn cung sẽ còn tiếp diễn trong năm 2024 do sự khó lường của căng thẳng tại Biển Đỏ, và cước vận chuyển sẽ neo cao ở vùng giá hiện tại cho đến cuối năm. Theo đó, chúng tôi kì vọng rằng giá bán tăng từ Q3/2024 và giá các nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tiếp tục giảm sẽ giúp biên lợi nhuận gộp phục hồi.

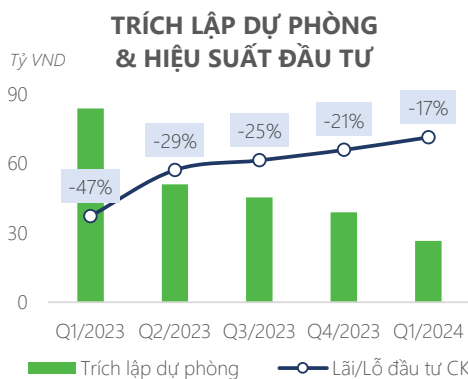


Nguồn: VASEP, VHC, DSC tổng hợp

### Doanh nghiệp chờ thời với bộ đỡ vững chắc

Nhìn chung, việc xuất khẩu sang Trung Quốc đang trở nên khó khăn hơn khi các lệnh cấm vận và trừng phạt lên sản phẩm của Nga sẽ khiến nước này xuất khẩu ồ ạt các mặt hàng với giá rẻ hơn vào thị trường Trung Quốc.

Trong khi đó, doanh thu của VHC tại một số thị trường ngoài Trung Quốc tăng trưởng tốt trong quý vừa rồi, đặc biệt là thị trường Châu Âu tăng trưởng 47% YoY. DSC cho rằng, động lực tăng trưởng của VHC một phần đến từ các sản phẩm chế biến và sức khỏe, với mức tăng trưởng trung bình là 110% so với cùng kỳ.



Nguồn: VHC, DSC tổng hợp

### Trích lập dự phòng từ đầu tư chứng khoán giảm

Mặc dù nỗi lo thua lỗ chứng khoán của VHC vẫn còn, áp lực này đã giảm xuống đáng kể trong Q1.2024. Cụ thể, trích lập dự phòng ghi nhận 27 tỷ VND, giảm 31% so với quý trước đó, tương đương với hiệu suất đầu tư -17%.

Danh mục đầu tư của VHC đang nắm giữ chủ yếu là các cổ phiếu BĐS, với tỷ trọng chủ yếu là NLG và CTCP Đất Xanh DXG. Đây là hai mã cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng trong thời gian tới nhờ bàn giao các dự án mới và triển vọng khai thông pháp lý từ các luật BĐS mới được thông qua.

## ĐỊNH GIÁ &amp; DỰ PHÓNG

## Thông tin cổ tức

Trong giai đoạn trước, VHC duy trì mức trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 20%. Năm 2023, do kết quả kinh doanh kém khả quan, VHC không có kế hoạch trả cổ tức. Sang năm 2024, doanh nghiệp dự kiến trả cổ tức bằng cả tiền và cổ phiếu với tổng tỷ lệ là 40%.

## Định giá

Ở thời điểm hiện tại P/E của VHC ở 18 lần, tiệm cận mức đỉnh 10 năm, đây là mức định giá không hề rẻ. Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên cân nhắc giải ngân tại vùng giá 71.000-73.000 VND để quản trị rủi ro.

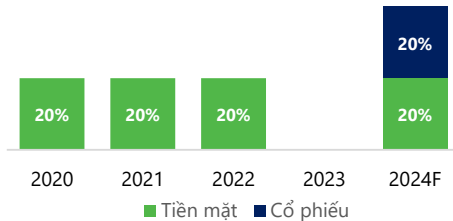
## Dự phóng kết quả kinh doanh

VHC có khả năng sẽ đạt được kịch bản cao của doanh nghiệp trên cơ sở: (1) giá bán bình quân tăng 5%-10%, (2) kỳ vọng sức tiêu dùng tại thị trường Mỹ phục hồi từ Q3.24 và (3) VHC tiếp tục duy trì được bệ đỡ từ các thị trường ngoài Trung Quốc. Dự báo, doanh thu 2024 của VHC đạt 11.500 tỷ (+15% YoY) và LNST đạt 1.000 tỷ (+3% YoY).

DSC ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu VHC dựa theo phương pháp định giá P/E là 88.000 VND/cổ phiếu, tương đương upside 14% so với giá đóng cửa ngày 31/05/2024.

Thống kê báo cáo phân tích gần nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu VHC, giá mục tiêu bình quân là 84.400 VND/ cổ phiếu.

## CỔ TỨC



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

(Đơn vị: Tỷ VND)

	P/E	P/B	LNST Q1/2024
<b>VHC</b>	<b>19,2</b>	<b>2,0</b>	<b>169,66</b>
ANV	-124,7	1,5	16,09
IDI	38,2	1,2	13,66
MPC	1007,4	1,3	7,2
FMC	11,8	1,6	49,7

Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	13.231	10.033	11.500
% DTT (YoY)	46%	-24%	15%
Lợi nhuận gộp	2.976	1.493	1.800
Lợi nhuận sau thuế	2.013	974	1.000
% LNST (YoY)	82%	-52%	3%

## BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

## 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

### Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

### Lê Trần Khánh Linh,

Chuyên viên Phân tích  
linh.ltk@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, HN

(024) 3880 3456

info@dsc.com.vn