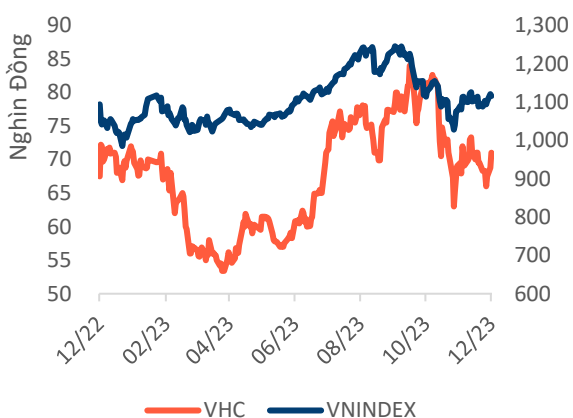


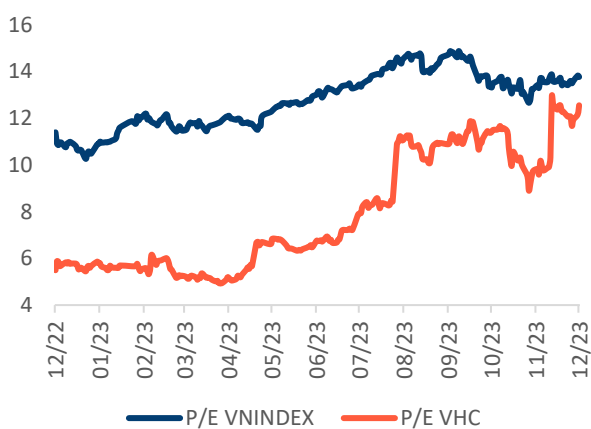
### Thông tin cổ phiếu (25/12/2023)

Giá hiện tại	73,300 VND
Giá mục tiêu	80,000 VND
Giá cao nhất 52 tuần	84,000 VND
Giá thấp nhất 52 tuần	53,400 VND
KLGD TB 1 tháng	623,782 CP
Vốn hóa TT	13,710 tỷ VND
BVPS	46,125 VND
Beta	1.21

### Diễn biến giá VNINDEX và VHC



### P/E VHC và VNINDEX



### Luận điểm đầu tư

- (1) Chúng tôi khuyến nghị **"Trung lập"** đối với VHC do chúng tôi ước tính VHC chỉ đạt 98% kế hoạch lợi nhuận 2023 và dự báo lợi nhuận 2024 duy trì ở mức thấp do giá bán cá phục hồi với tốc độ chậm hơn kỳ vọng. Với giá mục tiêu 80,000đ, tiềm năng tăng giá đối với cổ phiếu là 9.1% so với mức 73,300đ ở ngày 25/12/2023.
- (2) VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam, sở hữu chuỗi giá trị đầy đủ từ trại cá giống, sản xuất thức ăn thủy sản, nuôi trồng chế biến, sản xuất cá và lưu trữ kho lạnh, tự chủ về nguyên liệu và hướng tới mô hình kinh tế tuần hoàn với phương châm "Zero waste" để tạo ra sản phẩm từ mọi bộ phận của con cá tra, giúp giảm giá thành, nâng cao tỷ suất lợi nhuận.

### Dự báo kết quả kinh doanh

- (1) Năm 2023, FNS ước tính doanh thu (DT) và lợi nhuận sau thuế (LNST) của VHC lần lượt đạt 10,190 tỷ (-23% so với cùng kỳ - sau đây gọi tắt là svck) và 984 tỷ (-51% svck). EPS 2023 là 5,263 VND, tương đương P/E fw là 13.5.
- (2) Năm 2024, FNS dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 11,850 tỷ (+16% svck) và 1,300 tỷ (+31% svck), EPS 2024 là 6,950 VND, tương đương P/E fw là 10.2.

### Rủi ro

- (1) Sức tiêu thụ hồi phục chậm hơn dự kiến ở các thị trường chủ lực (Mỹ, EU, Trung Quốc) do kinh tế khó khăn, lạm phát tiếp tục neo ở mức cao khiến tồn kho cá tra ở các thị trường này tiếp tục cao.
- (2) Giá bán cá tra thấp hơn kỳ vọng và duy trì xu hướng giá thấp trong thời gian dài hơn dự kiến.

### Cập nhật doanh nghiệp

- (1) Kết quả kinh doanh quý 3/2023 cho thấy **sự tăng trưởng thiếu tích cực** về cả doanh thu và lợi nhuận. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2,697.6 tỷ (-17.3% svck) và 190.6 tỷ (-57.7% svck). Lũy kế 9 tháng 2023 DT ghi nhận 7,642.9 tỷ (-28.9% svck) và LNST 883.3 tỷ (-51.3% svck), hoàn thành 66.5% và 88.3% kế hoạch 2023.
- (2) **LNST giảm mạnh hơn đà giảm của DT** do biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp, giá bán cá tra giảm mạnh hơn đà giảm cá nguyên liệu và cá giống.
- (3) Về thị trường tiêu thụ: EU & Trung Quốc là điểm sáng, thị trường Mỹ vẫn chưa cải thiện.

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH QUÝ 3/2023

	Q3/23	Q3/22	%svck	Chú thích
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,698</b>	<b>3,261</b>	<b>-17%</b>	Doanh thu thuần giảm do ba trong bốn mảng sản phẩm chủ lực (Cá tra, Sản phẩm phụ và Sản phẩm sức khỏe) đều giảm ở cả sản lượng hàng bán lẫn giá bán bình quân.
Cá tra	1,442	2,118	-32%	Mảng chủ lực Cá tra giảm mạnh nhất (-32%). Tồn kho ở thị trường chủ lực (Mỹ) duy trì cao nên đơn đặt hàng mới thấp.
Sản phẩm phụ	523	681	-23%	Mảng chủ lực thứ 2 (sản phẩm phụ/ phụ phẩm) cũng giảm mạnh, giảm 23%.
Sản phẩm hỗn hợp	362	280	29%	Thị trường EU và Trung Quốc cải thiện nhẹ, nhu cầu tiêu dùng cải thiện giúp mảng sản phẩm hỗn hợp tăng 29% svck.
Sản phẩm sức khỏe	159	188	-15%	Một trong 4 mảng chính bị suy giảm khi thị trường tiêu thụ ở Mỹ chưa có tín hiệu cải thiện.
Bánh phồng tôm	63	59	7%	Từ T9/2023, nhu cầu tiêu thụ ở thị trường EU và Trung Quốc có tín hiệu cải thiện.
Sản phẩm GTGT	42	33	27%	EU và Trung Quốc nhu cầu tiêu dùng cải thiện
Bún và Bánh gạo	42	25	68%	Doanh thu mảng này tăng cao nhất, tuy nhiên tỷ trọng nhỏ nên chưa tạo được nhiều ảnh hưởng.
<b>GVHB</b>	<b>-2,413</b>	<b>-2,637</b>	<b>-8%</b>	Giá vốn hàng bán giảm nhưng đã giảm chậm hơn so với đã giảm của doanh thu, khiến biên lợi nhuận gộp giảm mạnh chỉ còn mức 11% so với mức 19% cùng kỳ năm trước.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>285</b>	<b>625</b>	<b>-54%</b>	Lợi nhuận gộp chỉ đạt 285 tỷ so với 625 tỷ cùng kỳ năm trước.
Chi phí BH&QLDN	-134	-145	-7%	Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp đều được tiết giảm lần lượt 11% và 4%.
Chi phí bán hàng	-57	-64	-11%	
Chi phí QLDN	-77	-81	-4%	
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>221</b>	<b>536</b>	<b>-59%</b>	Lợi nhuận giảm mạnh do cả Doanh thu thuần và Biên lợi nhuận gộp giảm, trong khi Công ty vẫn phải chịu chi phí cố định.
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>229</b>	<b>546</b>	<b>-58%</b>	Lợi nhuận ròng giảm 56% do cả sản lượng và giá bán đều giảm svck.
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>201</b>	<b>460</b>	<b>-56%</b>	

Lũy kế 9 tháng 2023, bên cạnh DT và LNST tăng trưởng âm, **điểm đáng lưu ý là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cũng đang tạm thời ghi nhận âm** (-231,05 tỷ đồng so với dòng tiền dương của cùng kỳ năm trước +597,76 tỷ đồng). Như vậy trường hợp nếu không có sự cải thiện mạnh mẽ trong quý 4/2023 ở dòng tiền hoạt động kinh doanh thì VHC sẽ có năm tài chính đầu tiên không thể ghi nhận dòng tiền hoạt động kinh doanh dương, cần phải nhấn mạnh rằng VHC đã có chuỗi hơn 10 năm liên tiếp duy trì dòng tiền kinh doanh dương trước đó.

Đơn vị: tỷ đồng	30/09/2023	30/12/2022	% tăng / giảm
<b>Tổng tài sản</b>	12,366	11,583	6.8%
<b>Tồn kho</b>	3,925	2,818	39.3%
<b>Nợ vay</b>	2,669	2,388	11.7%
Nợ vay ngắn hạn	2,546	2,214	15.0%
Nợ vay dài hạn	123	175	-29.9%

Nguồn: VHC, FNS Research

Tổng tài sản tăng 6.8% sau 9 tháng đầu năm, **trong đó chủ yếu do hàng tồn kho tăng mạnh từ 2,817.54 tỷ đồng lên 3,925.09 tỷ đồng (+39.3% so với đầu năm)**. Như vậy mặc dù đang đối mặt với tình hình kinh doanh khá ảm đạm nhưng VHC vẫn đặt nhiều kỳ vọng vào những quý sắp tới khi đã gia tăng tích trữ mạnh hàng tồn kho. Đây có thể là một trong những nguyên nhân lý giải cho việc dòng tiền kinh doanh âm trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2023.

Về nợ vay, so với đầu năm tổng nợ vay tăng nhẹ 11.7% (giữ tỷ trọng 21.6% tổng nguồn vốn), trong đó nợ vay dài hạn giảm 29.9% và nợ vay ngắn hạn tăng 15%.

Tháng 10/2023, Đoàn kiểm tra định kỳ của Bộ Thương mại Mỹ làm việc tại VHC từ ngày 19-27/10/2023 cho kỳ kiểm tra hành chính đối với cá tra phi lê đông lạnh của Việt Nam xuất khẩu vào thị trường Mỹ, nên BCTC quý 3/2023 được công bố không theo đúng thời gian quy định. Hiện tại từ tháng 9/2023 mức thuế chống phá giá (POR19) đối với cá tra phi lê đông lạnh đã được công bố, theo đó, VHC tiếp tục được hưởng mức thuế xuất 0.0 USD/kg (so với các công ty cùng ngành ANV và IDI là 0.14 USD/kg).

VHC thông qua Nghị quyết **chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 20%** vào đầu tháng 12/2023. Năm 2022 VHC đã thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 20%.

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

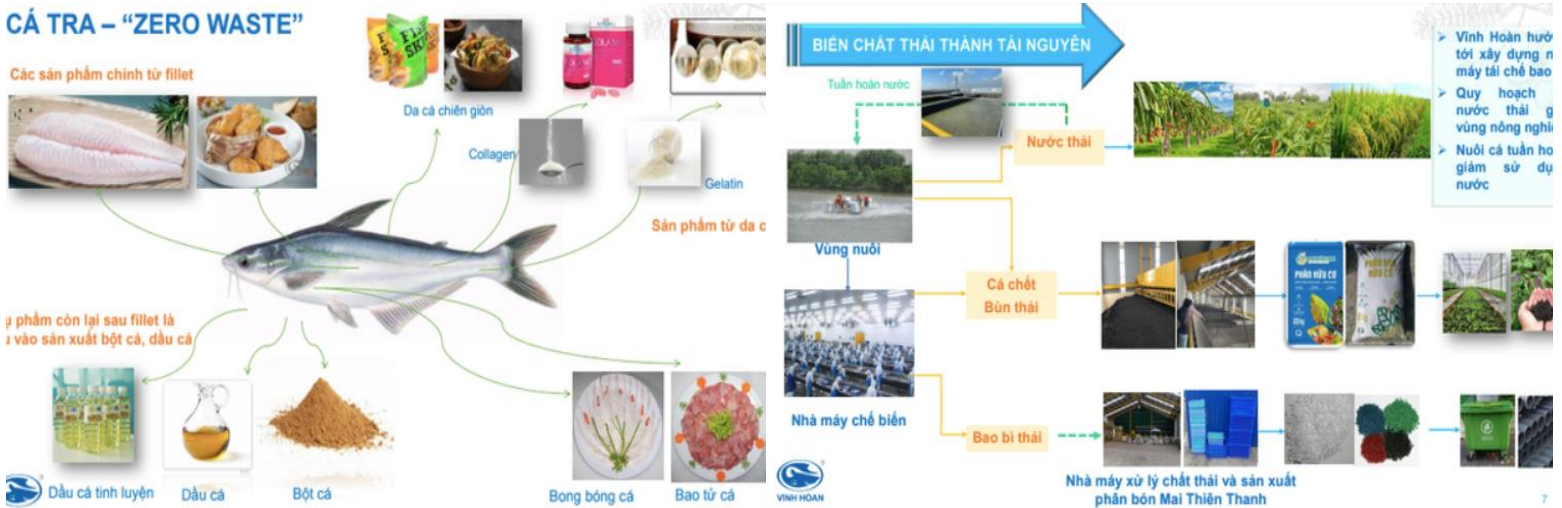
### Cơ cấu cổ đông lớn (05/12/2023)

Trương Thị Lệ Khanh, 43.16%	Nhóm Quỹ Norges Bank, 6.93%	Tập đoàn Mitsubishi Corporat..., 6.54%	Nhóm CTBC Vietnam Equity Fund, 5.97%	Vợ chồng Lâm Mẫu Diệp & Võ Phú Đức, 5.95%
-----------------------------	-----------------------------	--	--------------------------------------	---

### Hoạt động kinh doanh

Hoạt động chính của VHC là nuôi trồng, chế biến và sản xuất các sản phẩm thủy hải sản, chiết xuất và sản xuất gelatin, collagen thủy phân dùng cho dược phẩm, mỹ phẩm, thực phẩm. Sản xuất và mua bán bánh phồng tôm, hủ tiếu, bánh phở và chế biến, bảo quản rau quả.

**VHC hướng tới mô hình kinh doanh kinh tế tuần hoàn với phương châm “Zero waste”, nghĩa là tạo ra sản phẩm từ mọi bộ phận của con cá tra (kể cả phế phẩm),** giúp giảm giá thành và nâng cao tỷ suất lợi nhuận. Hiện Vĩnh Hoàn là một trong số ít công ty có quy trình nuôi trồng – sản xuất cá tra khép kín, có thể kiểm soát từ giống – nuôi trồng – thu hoạch – chế biến – sản xuất – tiếp thị - bán hàng. Nhờ nghiên cứu kỹ thuật chuyên sâu, Vĩnh Hoàn không bỏ bất cứ bộ phận nào của con cá tra, ví dụ như da – mỡ - nội tạng những thứ được xem là phế phẩm như trước đây hiện đang được sử dụng để sản xuất sản phẩm giá trị gia tăng. Ngoài sản phẩm chính là phi lê cá; mỡ được sử dụng để sản xuất dầu cá; da cá/ xương/ vảy để sản xuất collagen, gelatin, snack; bong bóng và bao tử cá sấy khô hoặc đông lạnh làm thực phẩm.

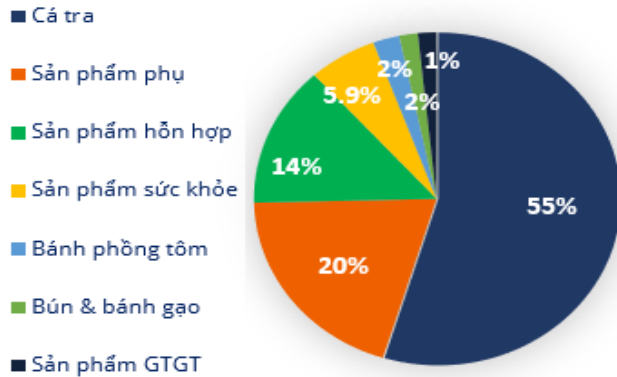


**Trong quá trình sản xuất, VHC đã biến được chất thải thành tài nguyên:** nước thải của vùng nuôi có thể mang tưới tiêu cho các loại cây ăn trái hoặc lúa, cá chết và bùn thải chế biến thành phân hữu cơ, bao bì thải ra được làm nguyên liệu cho nhà máy xử lý chất thải – sản xuất phân bón có tên Mai Thiên Thanh. Vĩnh Hoàn đang hướng tới xây dựng nhà máy tái chế bao bì, quy hoạch ao nước thải gần vùng nông nghiệp, nuôi cá tuần hoàn giảm sử dụng nước.

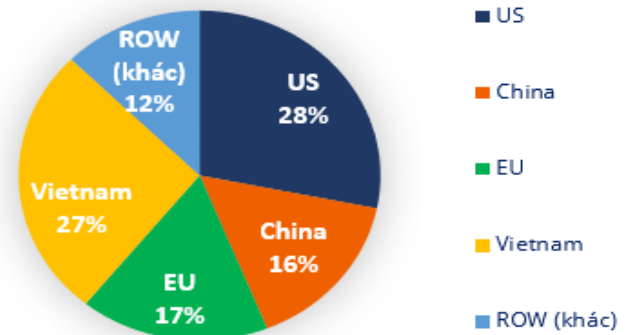
Hoạt động nuôi trồng, chế biến và kinh doanh thủy sản là hoạt động chủ yếu tạo ra doanh thu và lợi nhuận cho VHC và để phục vụ cho công tác theo dõi và quản trị, doanh thu VHC được chia theo 7 dòng/mảng sản phẩm như sau:

- (1) Cá tra;
- (2) Sản phẩm phụ (phụ phẩm);
- (3) Sản phẩm hỗn hợp;
- (4) Sản phẩm sức khỏe;
- (5) Bánh phồng tôm;
- (6) Sản phẩm giá trị gia tăng (GTGT);
- (7) Bún & bánh gạo.

Quý 3/2023 - Doanh thu theo dòng sản phẩm



Quý 3/2023 - Doanh thu theo thị trường tiêu thụ



Nguồn: VHC, FNS Research

## II. TỔNG QUAN NGÀNH

### 1. Triển vọng Ngành thủy sản

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành thủy sản vì ngành này đang đối mặt với một số thách thức như sau:

- (1) **Kim ngạch xuất khẩu thủy sản tăng trưởng âm** khi lũy kế 10 tháng 2023 chỉ đạt 7.45 tỷ USD, giảm 20.5% so với cùng kỳ năm 2022. Tất cả các mặt hàng xuất khẩu chủ lực đều giảm.
- (2) Riêng ngành cá tra, lũy kế 10 tháng đầu năm 2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 1.5 tỷ USD, giảm 29% về giá trị và giảm 12% về khối lượng so với cùng kỳ 2022.
- (3) Giá bán cá tra tiếp tục xu hướng giảm và đà giảm chưa có tín hiệu hồi phục.

#### Top mặt hàng Thủy sản xuất khẩu của Việt Nam 10 tháng đầu năm 2023

Mặt hàng thủy sản	Tôm	Cá tra	Cá ngừ	Mực & bạch tuộc	Cua ghẹ & Giáp xác	Thủy sản khác
Giá trị XK (tỷ USD)	2.8	1.5	0.69	0.53	0.16	1.7
+/- % svck	-24%	-29%	-22%	-15%	-14%	-9%

Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP), FNS research

Tính đến hết tháng 10/2023, xuất khẩu thủy sản của Việt Nam vẫn chưa có sự khởi sắc, giảm 20.5% so với cùng kỳ năm 2022 khi chỉ đạt 7.4 tỷ USD. So với cùng kỳ, xuất khẩu các mặt hàng thủy sản chủ lực từ Tôm (2.8 tỷ USD, -28% svck), Cá tra (1.5 tỷ USD, -29%), Cá ngừ (693 triệu USD, -22%), Mực & Bạch tuộc (537 triệu USD, -15%), Cua ghẹ & giáp xác, Thủy sản khác đều thấp hơn.

### Tình hình xuất khẩu cá tra 10T2023 so với 12T2022

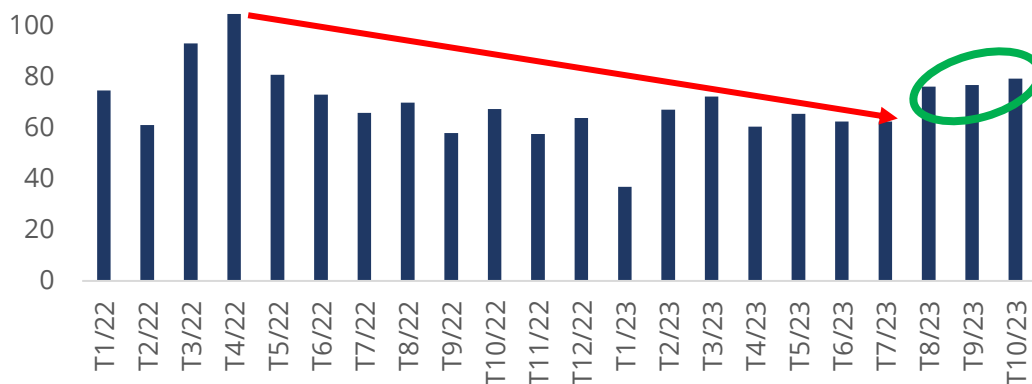
Tháng	2023		2022		% thay đổi về	
	Lượng, nghìn tấn	Trị giá, triệu USD	Lượng, nghìn tấn	Trị giá, triệu USD	Lượng	Trị giá
1	36.9	87	74.6	206	-50.5	-57.8
2	67.1	156	61.1	172	9.8	-9.3
3	72.2	181	93	268	-22.4	-32.5
4	60.5	149	104.6	312	-42.2	-52.2
5	65.5	160	80.8	249	-18.9	-35.7
6	62.5	145	73	214	-14.4	-32.2
7	62.4	143	65.8	187	-5.2	-23.5
8	76.1	171	69.5	195	9.5	-12.3
9	76.7	168	58	165	32.2	1.8
10	79.3	171	67.3	179	17.8	-4.5
11			57.6	147	-	-
12			63.6	151	-	-
<b>Tổng</b>	<b>659.2</b>	<b>1531</b>	<b>868.9</b>	<b>2,445</b>	<b>-24.1</b>	<b>-37.4</b>

Nguồn: Agromonitor, FNS Research

## 2. Ngành cá tra

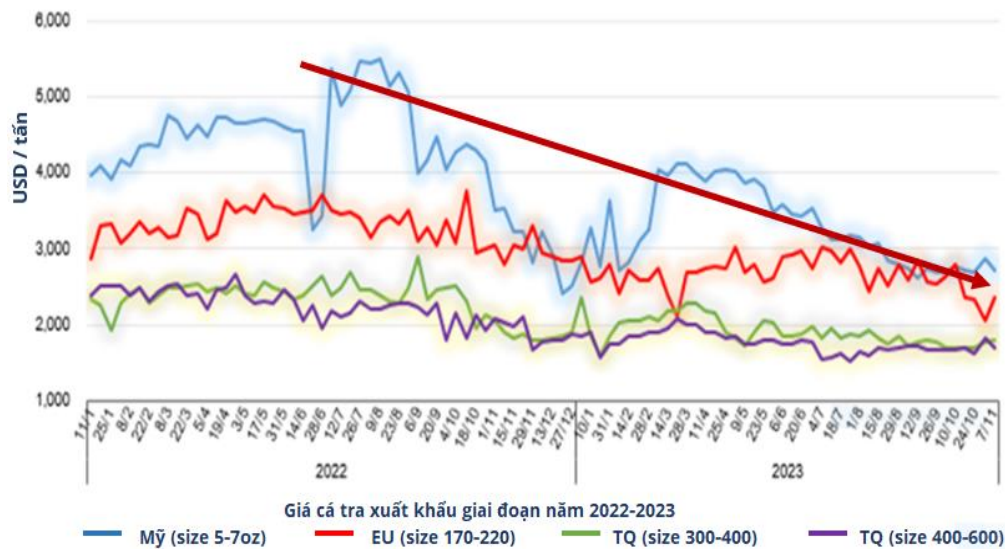
- Lũy kế 10 tháng đầu năm 2023, tổng sản lượng xuất khẩu cá tra của cả nước đạt 659 nghìn tấn với trị giá 1.5 tỷ USD, lần lượt giảm 12% và 29% svck.

Khối lượng cá tra xuất khẩu 2022-2023 (nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, FNS Research

- **Giá bán cá tra xu hướng giảm tiếp tục kéo dài:** Từ tháng 8/2023, khối lượng cá tra xuất khẩu tăng trưởng dương, tuy nhiên giá trị xuất khẩu vẫn tăng trưởng âm do giá bán cá tra thấp và tiếp tục xu hướng giảm.



Nguồn: VASEP, FNS research

**Thị trường Mỹ:** Theo VASEP, quý 3/2023, giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ đạt 66 triệu USD (-32% svck). Lũy kế 9 tháng 2023, tổng giá trị xuất khẩu cá tra đi Mỹ đạt 207 triệu USD (-54% svck).

- Việt Nam chủ yếu xuất khẩu sản phẩm cá tra phi lê đông lạnh, cá tra cắt miếng/ cắt khúc đông lạnh, cá tra tẩm bột đông lạnh, khô cá tra phòng, da cá tra chiên.
- Mỹ là một trong các thị trường lớn tiêu thụ cá tra của Việt Nam, đà tiêu thụ vẫn còn giảm tuy nhiên mức sụt giảm và khoảng cách đã thu hẹp ít nhiều so với 2 quý liền trước, quý 1/2023 và quý 2/2023 tăng trưởng âm lần lượt 64% và 58%. Kinh tế khó khăn, lượng tồn kho nhiều là một trong những nguyên nhân khiến Mỹ giảm nhập khẩu cá tra từ cuối năm 2022 đến nay. Dự kiến nhu cầu tiêu thụ lớn cho dịp lễ cuối năm sẽ là cơ hội cho xuất khẩu thủy sản nói chung và cá tra nói riêng.

**Thị trường Trung Quốc và Hồng Kông:** Theo VASEP, quý 3/2023, giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường Trung Quốc và Hồng Kông đạt 153 triệu USD (-5% svck). Lũy kế 9 tháng 2023, tổng giá trị xuất khẩu cá tra đi thị trường này đạt 434 triệu USD (-26% svck).

**Về giá bán:** Giá cá tra xuất khẩu có xu hướng liên tục giảm ở các thị trường chủ lực, đặc biệt là tại thị trường Mỹ với mức giảm 21-42% svck, giá xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc và Châu Âu giảm 10-20% svck. Giá cá giảm chủ yếu do hàng tồn kho ở các nước nhập khẩu vẫn còn nhiều, tình hình lạm phát kéo dài khiến nhu cầu tiêu dùng của người dân sụt giảm. Cụ thể, lạm phát ở thị trường chủ lực Mỹ duy trì ở mức cao dù đang có tín hiệu tạo đỉnh trong ngắn hạn vào tháng 10/2023, điều này khiến sức mua suy yếu, tồn kho cá tra duy trì mức cao từ giữa cuối năm 2022 đến nay. Cả khối lượng lẫn giá bán đều giảm khiến đà hồi phục của xuất khẩu cá tra đang đầy thách thức.

Dù có quan điểm đánh giá “trung lập”, **tuy nhiên thủy sản vẫn là ngành có triển vọng trong dài hạn** khi là ngành cung cấp thực phẩm cơ bản và thiết yếu cho con người, nhu cầu sụt giảm hiện tại do sức mua yếu. Một khi lượng hàng tồn kho của người mua xuống thấp hơn mức bình quân, đơn hàng sẽ quay trở lại, cụ thể 2 tháng gần nhất tháng 9&10/2023 khối lượng xuất khẩu cá tra đã dương trở lại so với cùng kỳ.

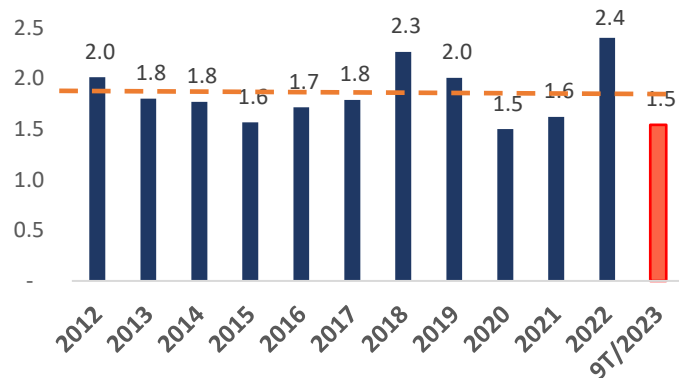
Ngoài ra, Chính phủ cũng rất xem trọng việc phát triển thủy sản, mục tiêu chung đến năm 2030, theo Chiến lược phát triển thủy sản tầm nhìn từ 2030 đến năm 2045 (Quyết định số 339/QĐ-TTg Thủ tướng Chính phủ ký ngày 11/03/2021) là:

- (1) Phát triển thủy sản thành ngành kinh tế quan trọng có tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất thủy sản 3 - 4%/năm;
- (2) Giá trị kim ngạch xuất khẩu thủy sản đạt 14 - 16 tỷ USD
- (3) Trở thành trung tâm chế biến thủy sản sâu, thuộc nhóm ba nước sản xuất và xuất khẩu thủy sản dẫn đầu thế giới.

**Mặt hàng thủy sản hiện đóng góp 25% GDP của Ngành nông nghiệp** theo báo cáo của Cục Thủy sản, Bộ NN&PTNN, kim ngạch xuất khẩu thủy sản Việt Nam hiện có nhiều tiềm năng phát triển hơn khi:

- Xếp thứ 3 trên thế giới và đứng thứ tư về sản lượng;
- Tăng gấp 13 lần từ 817 triệu USD năm 1998 lên 11 tỷ USD năm 2022, trong đó xuất khẩu cá tra đạt 2.4 tỷ USD, hải sản 3.2 tỷ USD, tôm 4.3 tỷ USD, cá ngừ 1 tỷ USD;
- Thị trường Mỹ, EU, Trung Quốc là 3 thị trường chủ lực, chiếm hơn 50% kim ngạch xuất khẩu. Riêng thị trường Mỹ, lần đầu tiên đạt kim ngạch thủy sản trên 2 tỷ USD (2022);
- Giá trị xuất khẩu cá tra 10T2023 đạt 1.5 tỷ USD so với mức bình quân 1.86 tỷ USD trong 10 năm 2012-2022.

**Bình quân 10 năm: 1.86 tỷ USD/năm**



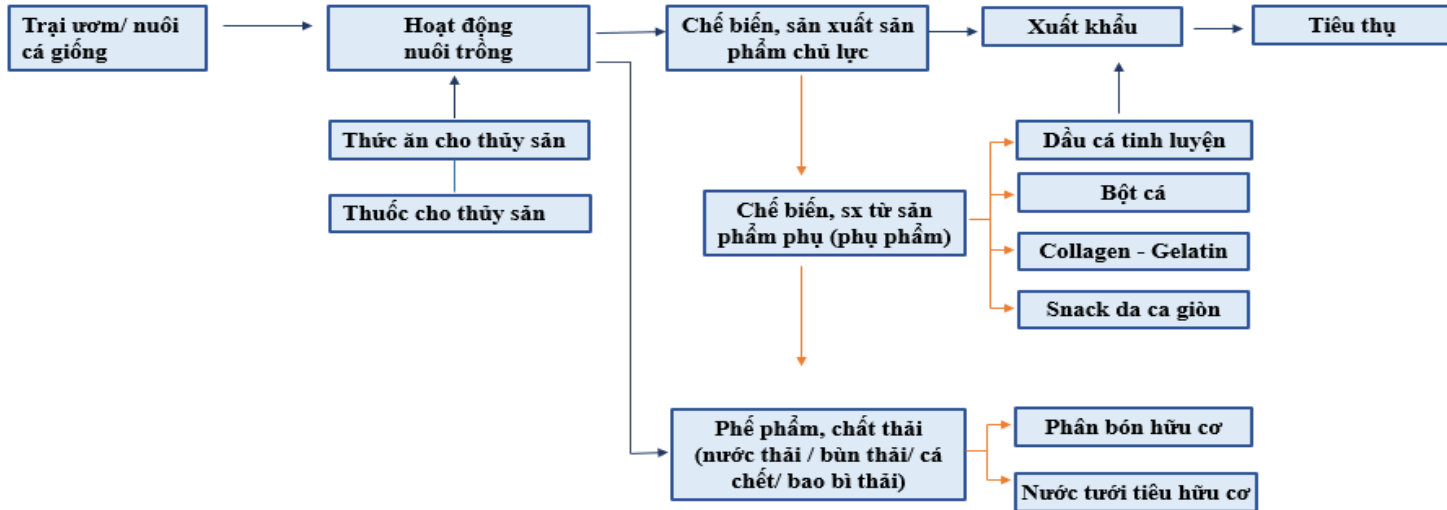
Nguồn: VASEP, FNS research

Giai đoạn 10 năm 2012-2022, xuất khẩu cá tra đạt bình quân 1.86 tỷ USD/năm. Lũy kế 10 tháng năm 2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt hơn 1.5 tỷ USD (-28% svck). Hai trong ba thị trường tiêu thụ lớn (Trung Quốc và EU) đã bắt đầu tăng trưởng dương trở lại sau giai đoạn suy giảm, thị trường Mỹ kỳ vọng sẽ hồi phục nhẹ từ giữa và cuối năm 2024 khi kinh tế bớt ảm đạm và lạm phát dần được khống chế.

Với việc ký kết và thực thi nhiều Hiệp định thương mại tự do (FTA) với các quốc gia, khu vực là các thị trường tiêu thụ lớn như Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - EU (EVFTA), Việt Nam -UK (UKFTA), Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), Hiệp định Đối tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP)... Thủy sản Việt Nam mở rộng thị trường sẽ thuận lợi hơn. Cụ thể đến nay, Việt Nam đã tham gia 16 FTA, với các nước tham gia chiếm 73% kim ngạch xuất khẩu thủy sản.



## Chuỗi giá trị ngành cá tra



## TRIỂN VỌNG KINH DOANH QUÝ 4/2023 VÀ NĂM 2024

Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP về VHC trong quý 4/2023 và năm 2024, với các lý do sau:

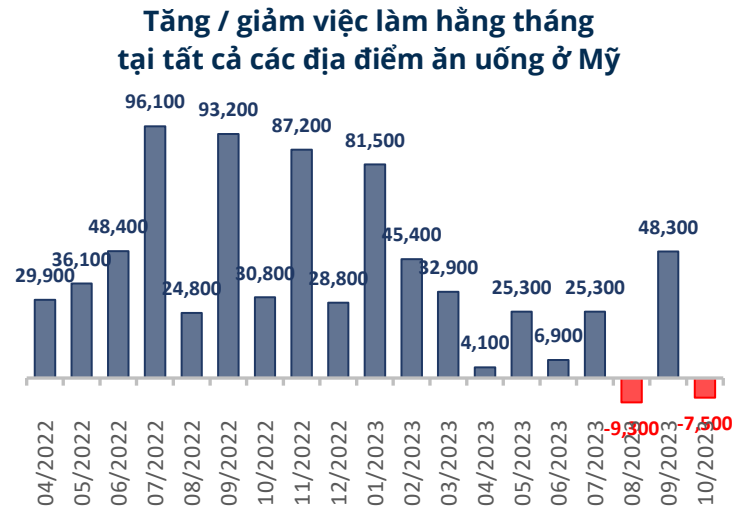
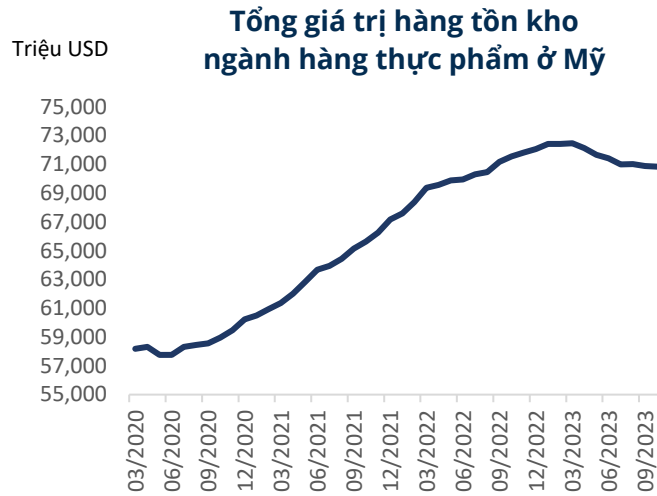
- Giá cá tra xuất khẩu đi Mỹ và các thị trường chính khác (EU, Trung Quốc, nội địa) đã giảm tiếp tục kéo dài và chưa có sự hồi phục rõ rệt.
- Sản lượng có tín hiệu hồi phục nhẹ, tuy nhiên đã hồi phục cần tiếp tục duy trì để đảo ngược xu hướng giảm.
- Kỳ vọng hồi phục trong quý 4/2023 và năm 2024 hiện tại chỉ chủ yếu dựa vào các cơ sở sau:
  - o Yếu tố mùa vụ (thời điểm lễ Noel và năm mới cuối năm);
  - o Nhu cầu tiêu thụ có tín hiệu hồi phục nhẹ ở thị trường EU và Trung Quốc.

## Giá trị xuất khẩu theo từng thị trường của VHC

Thị trường chủ lực VHC	Mỹ	EU	Trung Quốc	Khác
Giá trị XK 10T2023 (tỷ đồng)	2,546	1,513	1,044	1,025
+/- % svck	-53%	1%	-12%	-24%

Nguồn: VHC, FNS research

- **Thị trường xuất khẩu:** Kỳ vọng hồi phục từ cuối năm 2024. Doanh thu lũy kế 10 tháng năm 2023 của VHC từ thị trường chủ lực Mỹ đạt 2,546 tỷ đồng (-52.9% svck). Mặc dù có tín hiệu và kỳ vọng khối lượng xuất khẩu ở thị trường chủ lực này của VHC phục hồi so với cùng kỳ do nhu cầu gia tăng phục vụ kỳ nghỉ lễ Noel và năm mới cuối năm, nhưng giá bán cá tra đang tiếp tục xu hướng giảm dài hạn khiến giá trị xuất khẩu khó có đột biến lớn. Do lượng hàng tồn kho cao khiến các nhà nhập khẩu Mỹ mua hàng tại mức giá thấp trong 10 tháng đầu năm 2023 và điều này có thể còn tiếp tục kéo dài trong nửa đầu năm 2024 dẫn đến tổng giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ sụt giảm mạnh.



Nguồn: FRED, US Bureau of Labor Statistics, US National Restaurant Association, FNS research

**Chúng tôi nhận thấy tổng giá trị hàng tồn kho ngành thực phẩm ở Mỹ dù có giảm tốc từ đầu quý 3/2023 nhưng vẫn duy trì ở mức cao.** Do vậy khả năng nhu cầu nhập khẩu thực phẩm có thể chậm hơn so với kỳ vọng. Ngoài ra, giá xuất khẩu cá tra vẫn tiếp tục duy trì xu hướng giảm, hiện chỉ đang giao dịch quanh mức bình quân 2,750-2,950 USD/tấn so với mức bình quân 3,900-4,100 USD/tấn ở quý 1/2023 hoặc 4,500-5,500 USD/tấn ở quý 3/2022.

Mặt khác, triển vọng kinh doanh của các địa điểm ăn uống ở Mỹ cũng chưa có tín hiệu hồi phục hoàn toàn khi số lượng việc làm tại các địa điểm ăn uống này của Mỹ đột ngột bị cắt giảm trong tháng 10/2023. Sự cắt giảm trong tháng 10, cùng với những điều chỉnh theo xu hướng giảm trong cả tháng 8 và tháng 9 liền trước, cho thấy một bức tranh khác nhiều so với kỳ vọng của thực tế.

Theo dữ liệu từ Cục Thống kê Lao động Mỹ (BLS), số lượng việc làm bị cắt giảm tại tất cả địa điểm ăn uống ở Mỹ là 7,500 trong tháng 10/2023. Trước đó tháng 8 và tháng 9, báo cáo về số liệu này đều bị điều chỉnh theo hướng giảm so với số liệu công bố ban đầu. Cụ thể, sau khi điều chỉnh, tất cả các địa điểm ăn uống chỉ bổ sung thêm 48,300 việc làm trong tháng 9/2023, giảm so với con số công bố ban đầu là có thêm 60,700 việc làm; tháng 8/2023 chứng kiến có hơn 9,300 việc làm bị cắt giảm, đây là mức cắt giảm và hoàn toàn đảo ngược so với con số báo cáo ban đầu là có thêm 14,400 việc làm. Các địa điểm ăn uống là một thành phần cơ bản và trọng yếu trong ngành nhà hàng và dịch vụ ăn uống ở Mỹ, trước đại dịch COVID-19 đã tuyển dụng hơn 12 triệu người trong tổng số 15.6 triệu nhân viên nhà hàng và dịch vụ ăn uống.

**Thị trường EU và Trung Quốc dù có tín hiệu hồi phục nhẹ nhưng chưa kỳ vọng đột biến.** 10 tháng 2023 DT xuất khẩu sang EU và Trung Quốc lần lượt đạt 1,513 tỷ (+1% svck) và 1,044 tỷ (-12% svck). VHC đang có kế hoạch tập trung thêm vào thị trường Trung Quốc trong năm 2024 để tạo dư địa tăng trưởng trong những năm tới và bù đắp cho đà tăng trưởng thấp ở thị trường Mỹ. Về thị trường EU, theo VASEP, lũy kế 9 tháng 2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra sang thị trường EU đạt 129 triệu USD (-19% svck). EU tăng trưởng âm nhưng VHC tăng trưởng dương cho thấy ngày càng nhiều người tiêu dùng tại thị trường EU tin dùng sản phẩm của VHC. Tuy nhiên tương tự thị trường Mỹ, áp lực từ lạm phát tại EU dù đã hạ nhiệt nhưng vẫn neo ở mức cao khiến giá bán cá tra vẫn chưa có tín hiệu hồi phục khi xu hướng giảm tiếp tục.

## DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Do 3 tháng đầu năm 2024 triển vọng tiếp tục xu hướng thiếu tích cực (giá bán cá tra tại thị trường chủ lực Mỹ kéo dài xu hướng giảm, khối lượng bán chưa có đột biến theo hướng tăng trưởng ổn định khi tồn kho còn ở mức cao do ảnh hưởng của lạm phát neo cao, kinh tế ảm đạm; doanh thu các thị trường khác chưa có đột biến mạnh), FNS ước tính hoạt động kinh doanh như sau:

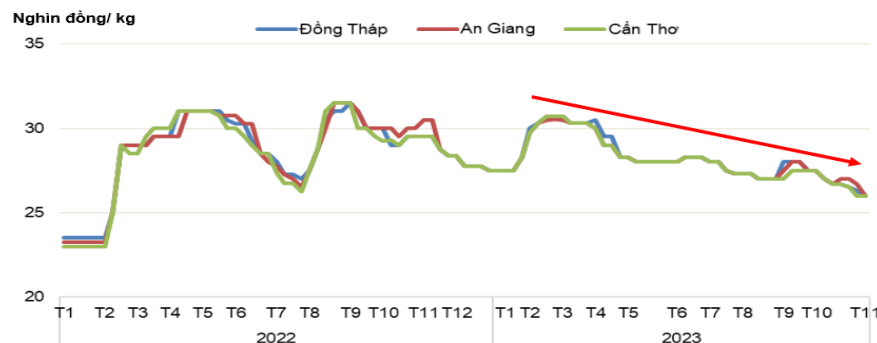
**Năm 2023:** Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 10,190 tỷ (-23% svck) và 984 tỷ (-51% svck và -2% so với kế hoạch năm 2023). Lũy kế 9 tháng 2023 DT và LNST đã đạt 7,643 tỷ và 883 tỷ (đạt 88% kế hoạch).

- Giảm biên lợi nhuận gộp về mức 16% (so với mức 22.5% trong năm 2022) do mức giá bán bình quân giảm về 2,750-2,950 USD/tấn so với 4,500-5,500USD/tấn ở quý 3/2022 và 3,500-4,100USD/tấn ở quý 2/2023;
- Giảm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp 31.9% so với 2022 nhằm tiết giảm chi phí.

**Năm 2024:** FNS dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 11,850 tỷ (+16% svck) và 1,300 tỷ (+32% svck) dựa trên các giả định:

- Cơ cấu doanh thu: Cá tra tiếp tục nắm giữ tỷ trọng chính (57%)
  - o Cá tra đạt 6,782 tỷ (56.9%)
  - o Sản phẩm phụ 2,035 tỷ (17.1%)
  - o Sản phẩm hỗn hợp 1,633 tỷ (13.7%)
  - o Sản phẩm sức khỏe 789 tỷ (6.6%)
  - o Bánh phồng tôm 311 tỷ (2.6%)
  - o Sản phẩm GTGT 182 tỷ (1.5%)
  - o Bún và bánh gạo 186 tỷ (1.6%)
- Dự báo biên lợi nhuận gộp ở mức 17.6% (tăng 1.6 điểm % từ mức biên 16% trong năm 2023) khi chúng tôi ước tính giá cá tra nguyên liệu và cá giống bước vào đà giảm với tốc độ giảm mạnh hơn 2022.

### Giá cá tra nguyên liệu size 1.3kg/con tại ĐBSCL giai đoạn 2022-2023



Nguồn: Agromonitor, FNS research

Bảng Dự phóng kết quả kinh doanh VHC 2023 - 2024

Dự phóng KQKD 2023 - 2024	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7,037</b>	<b>9,054</b>	<b>13,231</b>	<b>10,191</b>	<b>11,850</b>
Tăng trưởng DT thuần	-10.6%	28.7%	46.1%	-23.0%	16.3%
Giá vốn hàng bán	6,022	7,298	10,255	8,525	9,766
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,015</b>	<b>1,756</b>	<b>2,976</b>	<b>1,666</b>	<b>2,084</b>
Biên LNG	14.4%	19.4%	22.5%	16%	17.6%
Doanh thu hoạt động tài chính	227	195	434	326	326
Chi phí tài chính	101	107	370	370	370
Trong đó :Chi phí lãi vay	38	35	97	153	153
Chi phí bán hàng	171	344	349	205	248
Biên Chi phí bán hàng	2.4%	3.8%	2.6%	2.4%	2.1%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	148	213	372	286	294
Biên chi phí quản lý doanh nghiệp	2.1%	2.4%	2.8%	2.8%	2.5%
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>821</b>	<b>1,287</b>	<b>2,319</b>	<b>1,131</b>	<b>1,499</b>
Thu nhập khác	12	19	34	42	42
Chi phí khác	30	27	30	21	21
Lợi nhuận khác	-18	-8	4	21	21
<b>Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế</b>	<b>803</b>	<b>1,280</b>	<b>2,323</b>	<b>1,153</b>	<b>1,520</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	82	178	304	167	220
<b>LNST thu nhập doanh nghiệp</b>	<b>719</b>	<b>1,107</b>	<b>2,013</b>	<b>984</b>	<b>1,300</b>
<b>Lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS)</b>	<b>3,953</b>	<b>6,040</b>	<b>10,266</b>	<b>5,263</b>	<b>6,950</b>

Nguồn: FNS research

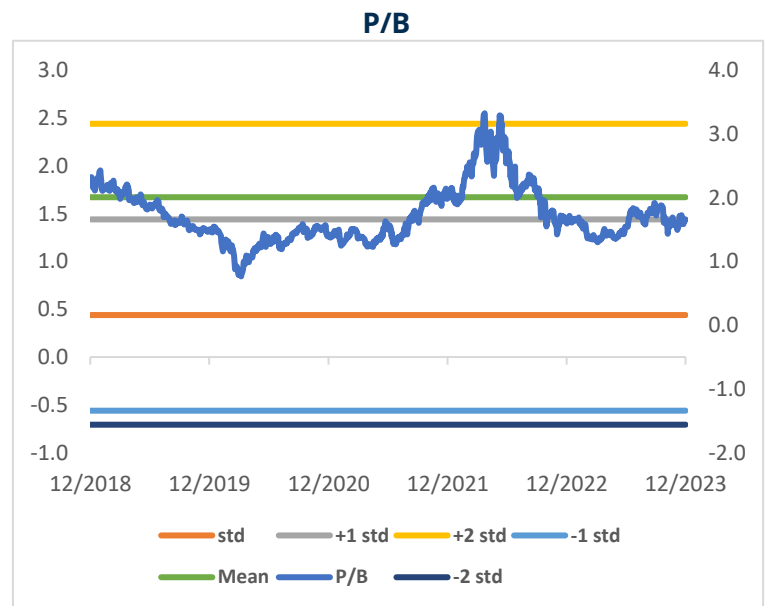
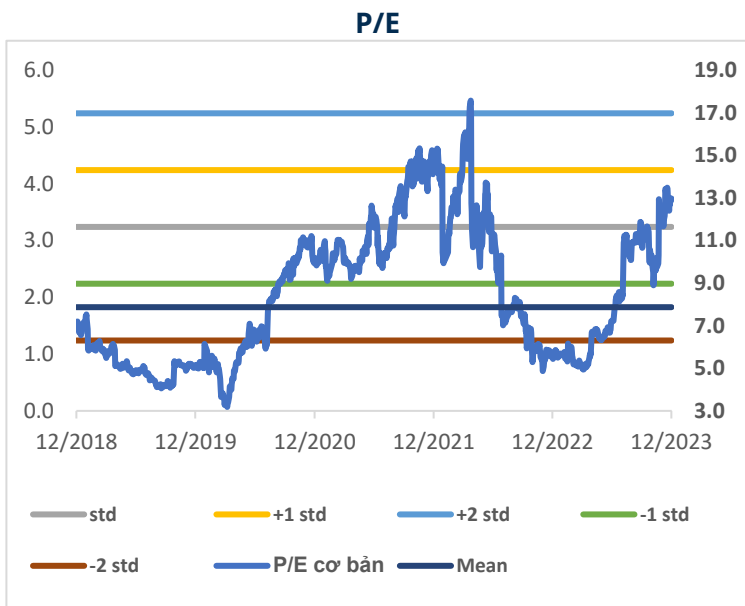
**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu 80,000 VND/CP (tương đương upside +9.1% so với giá ngày 25/12/2023) dựa trên ba yếu tố sau:

- (1) Kỳ vọng hồi phục nhẹ của xuất khẩu ở quý 1/2024 và 2024.
- (2) Mức P/E mục tiêu bằng 11.9 lần tương đương mức trung bình của giai đoạn hồi phục trước đó.
- (3) VHC hiện tại đang được giao dịch ở mức P/E fw 2024 = 10x đã phản ánh tương đối kỳ vọng hồi phục trong năm 2024.

Định giá theo phương pháp P/E

STT	MÃ CK	P/E	Vốn hóa (tỷ đồng)	Sàn	Doanh nghiệp
1	VHC	13.0	13,729.1	HOSE	CTCP Vĩnh Hoàn
2	ANV	27.0	4,093.7	HOSE	CTCP Nam Việt
3	ASM	14.2	3,382.1	HOSE	CTCP Tập đoàn Sao Mai
4	SEA	15.0	3,344.2	UPCOM	TCT Thủy sản Việt Nam - CTCP
5	FMC	10.8	2,949.0	HOSE	CTCP Thực phẩm Sao Ta
6	IDI	34.5	2,663.4	HOSE	CTCP Đầu tư và PT Đa Quốc Gia IDI
7	CMX	19.7	886.5	HOSE	CTCP CAMIMEX Group
8	CMM	10.5	652.0	UPCOM	CTCP Camimex
9	DAT	7.5	579.0	HOSE	CTCP ĐT Du lịch và Phát triển Thủy sản
10	ABT	6.3	406.3	HOSE	CTCP XNK Thủy sản Bến Tre
11	SJ1	21.2	286.5	HNX	CTCP Nông nghiệp Hùng Hậu
12	KHS	(10.3)	119.7	HNX	CTCP Kiên Hùng
13	AAM	22.6	99.8	HOSE	CTCP Thủy sản Mekong
14	SNC	8.8	93.0	UPCOM	CTCP XNK Thủy sản Năm Căn
15	AGF	(5.2)	73.1	UPCOM	CTCP XNK Thủy sản An Giang
16	TCJ	(5.3)	45.0	UPCOM	CTCP Tô Châu
<i>Trung bình ngành:</i>		11.9			
<i>EPS dự phóng 2024</i>		6,950.0			
<b>Giá mục tiêu (làm tròn, VND)</b>		<b>80,000.0</b>			



Ghi chú: Std - Độ lệch chuẩn

Nguồn: FNS research

## PHỤ LỤC – TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

## BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2021	2022	9T2023
Doanh thu thuần	9,054	13,231	7,643
Giá vốn hàng bán	(7,298)	(10,255)	(6,394)
Lãi gộp	1,756	2,976	1,249
Thu nhập tài chính	195	434	297
Chi phí tài chính	(107)	(370)	(185)
Chi phí bán hàng	(344)	(349)	(154)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(213)	(372)	(215)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,287	2,319	994
Thu nhập khác, ròng	(8)	4	16
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,280	2,323	1,009
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(173)	(310)	(126)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,107	2,013	883
Lợi ích của cổ đông thiểu số	8	38	34
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,099	1,975	849
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	6,040	10,266	4,629

## BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

	2021	2022	9T2023
Lợi nhuận trước thuế	1,280	2,323	1,009
Dòng tiền từ HĐSX kinh doanh	332	1,604	(231)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(843)	(1,529)	(235)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	665	284	280
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	155	360	(186)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	195	553	360

## BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2021	2022	9T2023
TÀI SẢN NGẮN HẠN	5,543	7,640	8,303
Tiền và tương đương tiền	195	553	360
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,272	1,768	1,645
Các khoản phải thu	2,132	2,330	2,129
Phải thu khách hàng	1,930	2,122	1,916
Trả trước người bán	149	76	70
Hàng tồn kho, ròng	1,793	2,818	3,925
Tài sản lưu động khác	150	172	243
TÀI SẢN DÀI HẠN	3,195	3,943	4,063
Phải thu dài hạn	2	3	3
Tài sản cố định	2,067	2,824	3,131
GTCL TSCĐ hữu hình	1,774	2,522	2,754
GTCL tài sản cố định vô hình	293	301	377
Tài sản dở dang dài hạn	561	566	409
Đầu tư dài hạn	66	66	67
Tài sản dài hạn khác	499	484	454
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	8,738	11,583	12,366
NỢ PHẢI TRẢ	2,854	3,889	3,902
Nợ ngắn hạn	2,680	3,698	3,762
Nợ dài hạn	174	191	140
VỐN CHỦ SỞ HỮU	5,884	7,694	8,464
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	8,738	11,583	12,366

Đơn vị: tỷ đồng  
Nguồn: FNS Research

**KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):**

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Trong tương lai, FNS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin thay đổi hoặc có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với nội dung của bài báo cáo trên.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

**LIÊN HỆ:**

**Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN**

Email: [research@funan.com.vn](mailto:research@funan.com.vn)

Website : [www.funan.com.vn](http://www.funan.com.vn)

**TRỤ SỞ CHÍNH**

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel : (028) 6295.9158  
Fax: (028) 6295.9218

**CHI NHÁNH SÀI GÒN**

Đ/c: Tầng 3, số 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường 3, Quận 5, TPHCM  
Tel : (028) 6295.9138  
Fax: (028) 6295.9178

**CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG**

Đ/c: Số 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Khuê Mỹ, Quận Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng  
Tel : (0236) 377.9655  
Fax: (0236) 377.9656

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Thành Công, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Tel : (024) 6283.3666  
Fax: (024) 3206 8881