

Điều chỉnh giảm giá mục tiêu do giá bán bình quân phục hồi chậm hơn dự kiến

Giá Mục tiêu

83.000 Đồng

Ngày báo cáo: 30/10/2024

Giá CP ngày 30/10/2024: 71.000 đồng

% Tăng giá: 16,9%

NGÀNH: THỦY SẢN

CVPTCC: Trần Thùy Trang, BFP ACA

Email: trangtt2@ssi.com.vn

SĐT: +84-24 3936 6321 ext.8705

Chỉ tiêu cơ bản

Vốn hóa (tỷ đồng): 16.138

KLGDTB 3 tháng (CP): 476.217

Giá Cao/Thấp nhất 52W: 79,3/50,9

Tỷ lệ SHNN(%): 28,94%

Tỷ lệ sở hữu NN (%): 0,00%

Biến động giá



	3M	YTD	1Y	2Y
VNIndex	3%	11%	21%	23%
VHC	2%	18%	31%	22%

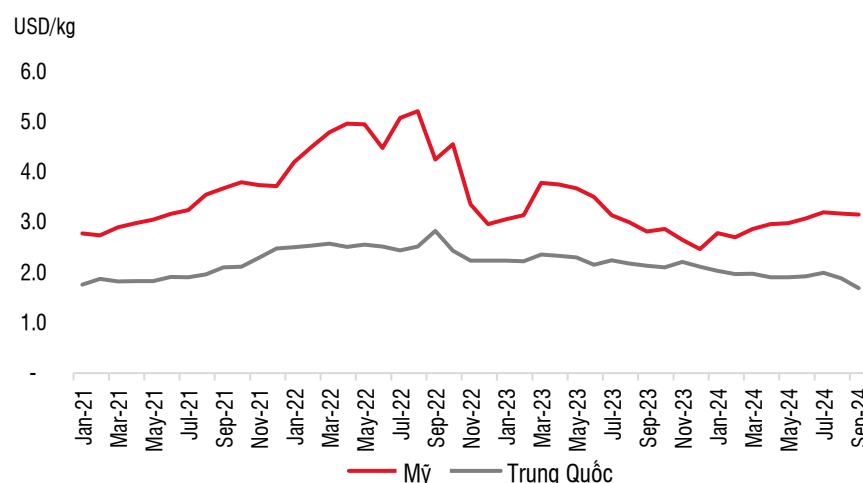
Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

VHC là nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam. Công ty đã tăng trưởng và trở thành nhà xuất khẩu hàng đầu Việt Nam từ năm 2010. Hoạt động kinh doanh chính của VHC là xuất khẩu cá tra phi lê đông lạnh và sản xuất các loại phụ phẩm và sản phẩm về cá. VHC là một trong số ít những công ty thủy sản Việt Nam có chuỗi cung ứng tích hợp sở hữu toàn bộ chuỗi giá trị từ nuôi trồng, sản xuất thức ăn thủy sản, chế biến, sản xuất cá đông lạnh và lưu trữ kho lạnh. Công ty tập trung mở rộng kinh doanh thủy sản bằng việc mua lại Công ty Xuất nhập khẩu Vạn Đức Tiền Giang.

Mặc dù lợi nhuận của VHC bắt đầu phục hồi trong Q3/2024 sau 7 quý giảm liên tiếp nhưng chúng tôi điều chỉnh giảm hệ số P/E mục tiêu từ 12x xuống 11x, do giá bán bình quân phục hồi chậm hơn dự kiến. Trong khi chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân phục hồi mạnh hơn sẽ giúp mở rộng biên lợi nhuận, biên lợi nhuận gộp trong quý 3 cải thiện chủ yếu nhờ chi phí đầu vào thấp hơn. Chúng tôi cho rằng biến động giá cổ phiếu phụ thuộc nhiều vào biến động giá bán bình quân cá tra. Mặc dù giảm hệ số P/E mục tiêu, chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VHC, với giá mục tiêu 1 năm là **83.000 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 16,9%) [giá mục tiêu trước là 88.000 đồng/cổ phiếu]. Chúng tôi giữ nguyên ước tính năm 2024 và 2025, do biên lợi nhuận gộp tăng sát với ước tính của chúng tôi. Doanh thu năm 2024 và 2025 được kỳ vọng lần lượt đạt 12 nghìn tỷ đồng (+20% svck) và 13,7 nghìn tỷ đồng (+13% svck), trong khi LNST thuộc cổ đông công ty mẹ (NPATMI) được kỳ vọng sẽ lần lượt đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+34% svck) và 1,58 nghìn tỷ đồng (+29% svck).

Giá bán bình quân cá tra (USD/kg)



Nguồn: Agromonitor, SSI Research

KHẢ QUAN

KQKD Q3/2024

Tỷ đồng	3Q24	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							3Q24	3Q23	2Q24	2023
Doanh thu thuần	3.278	2.698	21,5%	3.196	2,6%	87%				
Lợi nhuận gộp	579	285	103,1%	469	23,4%		17,7%	10,6%	14,7%	14,9%
Lợi nhuận hoạt động	386	256	50,4%	378	2,1%		11,8%	9,5%	11,8%	12,5%
EBIT	422	264	60,2%	415	1,6%		12,9%	9,8%	13,0%	12,7%
EBITDA	537	367	46,4%	530	1,3%		16,4%	13,6%	16,6%	16,8%
Lợi nhuận trước thuế	402	229	75,4%	398	1,0%		12,3%	8,5%	12,4%	11,4%
Lợi nhuận ròng	341	201	69,8%	340	0,3%	109%	10,4%	7,4%	10,6%	9,7%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	321	191	68,2%	318	0,8%		9,8%	7,1%	10,0%	9,2%

Nguồn: VHC, SSI Research

Trong Q3/2024, VHC công bố doanh thu thuần và NPATMI lần lượt đạt 3,3 nghìn tỷ đồng (+21,5% svck, +3% so với quý trước) và 321 tỷ đồng (+68% svck, +1% so với quý trước). Lợi nhuận Q3/2024 của VHC bắt đầu phục hồi sau 7 quý giảm liên tiếp. Tuy nhiên, kết quả này vẫn thấp hơn ước tính tăng trưởng NPATMI của thị trường là +100% svck.

Doanh thu cá tra đạt 1,9 nghìn tỷ đồng (+33% svck), nhờ tăng trưởng sản lượng tích cực, đạt +26% svck. Trong khi đó, giá bán bình quân tính theo đồng USD tăng 7% svck (từ 3,00 USD/kg trong Q3/2023 lên 3,20 USD/kg trong Q3/2024). Chúng tôi lưu ý rằng VHC đạt được kết quả vượt trội so với các công ty cùng ngành trong Q3/2024, với kim ngạch xuất khẩu tăng 14% svck, góp phần củng cố vị thế của công ty trên thị trường Mỹ. Tăng trưởng doanh thu tại thị trường Mỹ đạt +54% svck, tại thị trường Châu Âu đạt +13% svck. Trong khi đó, doanh thu tại thị trường Trung Quốc giảm 29% svck, do sản lượng và giá bán bình quân đều phục hồi chậm hơn dự kiến. Doanh thu từ SGC, các sản phẩm wellness và giá trị gia tăng đều ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, lần lượt đạt +77%, +9%, +10% svck.

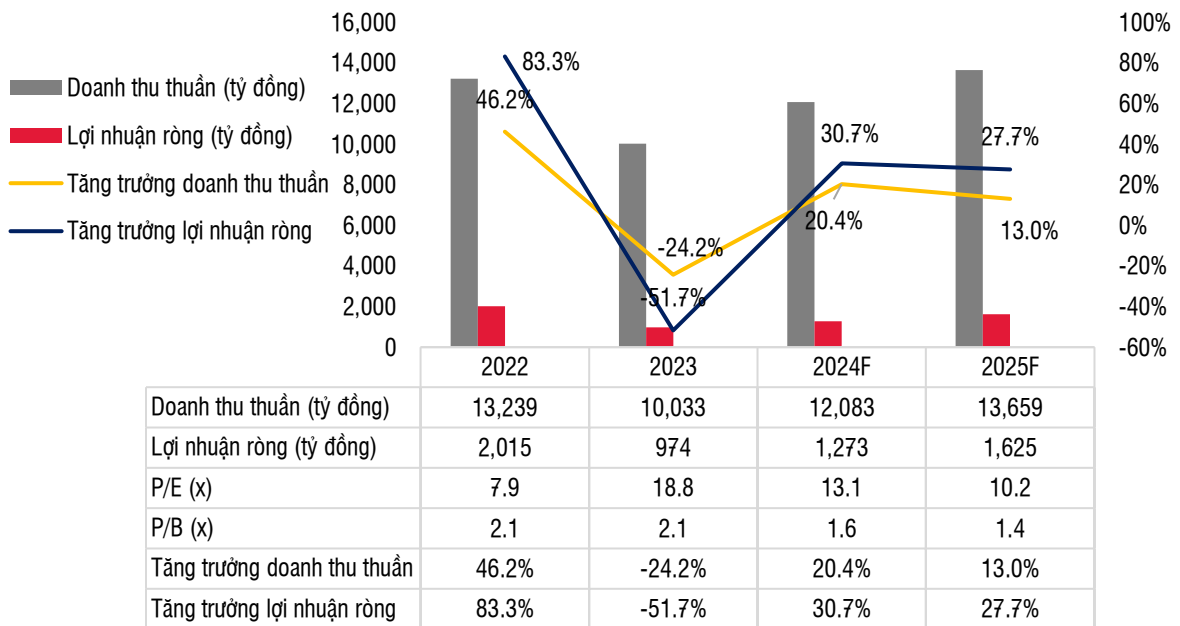
Chúng tôi lưu ý biên lợi nhuận gộp tăng mạnh 710 điểm cơ bản svck và tăng 300 điểm cơ bản so với quý trước, đạt 17,7% trong Q3/2024, phần lớn nhờ giá bán bình quân cá tra theo đồng USD tăng nhẹ (từ 3,00 USD/kg trong Q3/2023 lên 3,20 USD/kg trong Q3/2024), trong khi chi phí thức ăn thủy sản vẫn ở mức thấp (-7% svck theo ước tính của chúng tôi). Trong khi chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân phục hồi mạnh hơn sẽ giúp mở rộng biên lợi nhuận, biên lợi nhuận gộp trong quý 3 cải thiện chủ yếu nhờ chi phí đầu vào thấp hơn.

Chi phí tài chính tăng mạnh 79% svck và tăng 42% so với quý trước do ghi nhận lỗ tỷ giá đã thực hiện là 47 tỷ đồng (+78% svck), liên quan đến việc mua nguyên liệu. Do đó, VHC đã ghi nhận khoản lỗ tài chính ròng 25 tỷ đồng trong quý này, so với khoản lãi tài chính ròng 70 tỷ đồng trong Q3/2023 và 60 tỷ đồng trong Q2/2024. Chi phí bán hàng/doanh thu cũng tăng từ 2,1% trong Q3/2023 lên 2,7% trong Q3/2024 do chi phí lưu trữ kho và vận chuyển tăng 240% svck. Mặc dù hầu hết các đơn hàng của VHC là FOB, công ty đã tạm thời chia sẻ một phần chi phí vận chuyển tăng với khách hàng trong quý này.

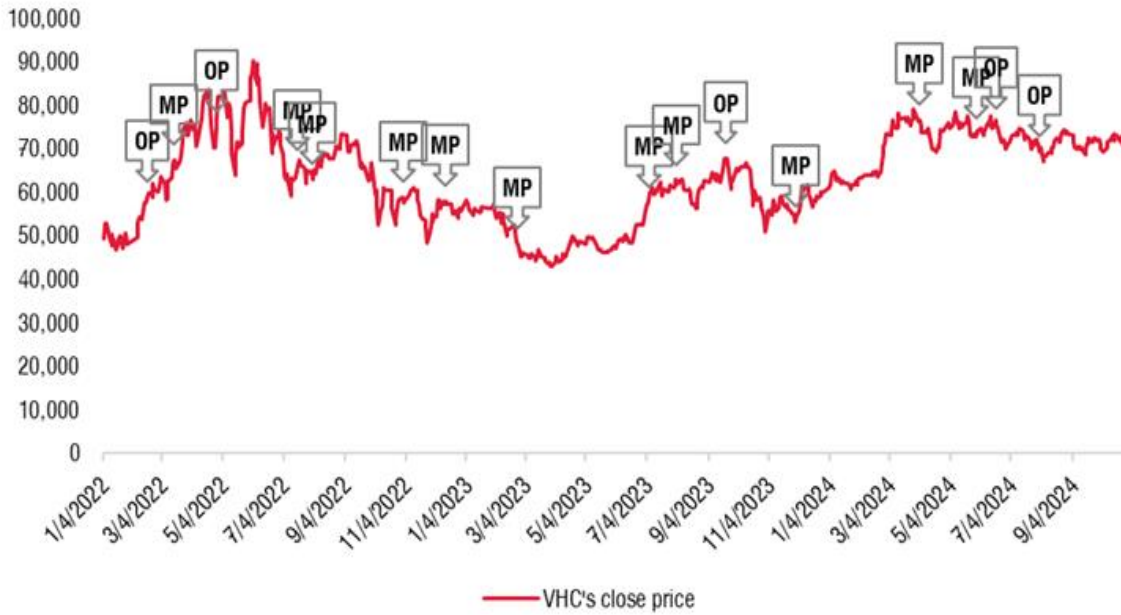
Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần và NPATMI của VHC lần lượt đạt 9,3 nghìn tỷ đồng (+22% svck) và 808 tỷ đồng (-5% svck), lần lượt hoàn thành 77% và 65% dự báo doanh thu và NPATMI năm 2024 của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh trong Q4/2024, do công ty kỳ vọng giá bán bình quân sẽ cải thiện và Q4/2023 là quý mà công ty ghi nhận mức lợi nhuận thấp. Chúng tôi cho rằng VHC sẽ tiếp tục đạt mức dự báo tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 của chúng tôi do: (i) dữ liệu kinh tế vĩ mô gần đây cho thấy tiêu dùng phục hồi mạnh tại thị trường Mỹ; và (ii) tình trạng thiếu hụt nguồn cung cá rô phi Trung Quốc (sản phẩm thay thế gần nhất của cá tra) tiếp diễn giúp giá cá tra Việt Nam cạnh tranh hơn.

Luận điểm đầu tư và định giá

Chúng tôi giữ nguyên ước tính năm 2024 và 2025, do biên lợi nhuận gộp tăng sát với ước tính của chúng tôi. Doanh thu năm 2024 và 2025 được kỳ vọng lần lượt đạt 12 nghìn tỷ đồng (+20% svck) và 13,7 nghìn tỷ đồng (+13% svck), trong khi LNST thuộc cổ đông công ty mẹ (NPATMI) được kỳ vọng sẽ lần lượt đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+34% svck) và 1,58 nghìn tỷ đồng (+29% svck). Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm hệ số P/E mục tiêu năm 2025 từ 12x xuống 11x do giá bán bình quân phục hồi chậm hơn dự kiến. Chúng tôi cho rằng biến động giá cổ phiếu phụ thuộc nhiều vào biến động giá bán bình quân cá tra. Tại mức giá 71.000 đồng/cổ phiếu, cổ phiếu VHC hiện đang giao dịch với hệ số P/E 2024 và 2025 lần lượt là 13x và 10,2x. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VHC, với giá mục tiêu 1 năm là **83.000 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là +16,9%)



Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	554	233	242	701
+ Đầu tư ngắn hạn	1.767	2.069	2.107	2.107
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.432	1.578	1.900	2.148
+ Hàng tồn kho	2.713	3.763	3.761	3.913
+ Tài sản ngắn hạn khác	172	245	295	333
Tổng tài sản ngắn hạn	7.638	7.888	8.306	9.203
+ Các khoản phải thu dài hạn	3	3	3	3
+ GTCL Tài sản cố định	2.823	3.383	3.132	3.303
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	566	160	566	566
+ Đầu tư dài hạn	66	67	66	66
+ Tài sản dài hạn khác	484	441	471	496
Tổng tài sản dài hạn	3.942	4.054	4.238	4.434
Tổng tài sản	11.580	11.943	12.544	13.637
+ Nợ ngắn hạn	3.694	3.233	3.822	3.644
Trong đó: vay ngắn hạn	2.214	2.157	2.541	2.236
+ Nợ dài hạn	191	119	121	133
Trong đó: vay dài hạn	175	102	102	112
Tổng nợ phải trả	3.884	3.351	3.942	3.777
+ Vốn góp	1.834	1.870	1.834	1.834
+ Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
+ Lợi nhuận chưa phân phối	5.428	6.213	6.288	7.497
+ Quý khác	171	244	216	265
Vốn chủ sở hữu	7.696	8.591	8.602	9.860
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	11.580	11.943	12.544	13.637
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.199	547	771	1.651
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.507	-793	-970	-530
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	669	-73	-112	-662
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	361	-319	-311	459
Tiền đầu kỳ	195	553	554	242
Tiền cuối kỳ	554	233	242	701
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,07	2,44	2,17	2,53
Hệ số thanh toán nhanh	1,29	1,20	1,11	1,36
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,63	0,71	0,61	0,77
Nợ ròng / EBITDA	0,09	0,01	0,09	-0,03
Khả năng thanh toán lãi vay	24,83	9,59	11,40	16,05
Ngày phải thu	55,8	64,8	53,3	49,3
Ngày phải trả	13,9	16,2	13,4	12,6
Ngày tồn kho	80,1	138,4	122,5	125,3
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,66	0,72	0,69	0,72
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,34	0,28	0,31	0,28
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,50	0,39	0,46	0,38
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,31	0,26	0,31	0,24
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,29	0,25	0,30	0,23

Nguồn: VHC, SSI dự báo

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	13.239	10.033	12.083	13.659
Giá vốn hàng bán	-10.266	-8.540	-10.166	-11.181
Lợi nhuận gộp	2.974	1.493	1.917	2.478
Doanh thu hoạt động tài chính	459	377	380	352
Chi phí tài chính	-396	-229	-164	-177
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-423	-216	-290	-328
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-298	-308	-350	-396
Lợi nhuận từ HĐKD	2.317	1.118	1.493	1.929
Thu nhập khác	4	27	18	15
Lợi nhuận trước thuế	2.320	1.145	1.511	1.944
Lợi nhuận ròng	2.015	974	1.273	1.625
Lợi nhuận chia cho cổ đông	1.977	919	1.227	1.576
Lợi ích của cổ đông thiểu số	38	55	46	49
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	8.807	4.095	5.467	7.023
Giá trị sổ sách (VND)	40.547	44.725	45.677	52.538
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.000	2.000	2.000	2.000
EBIT	2.418	1.278	1.657	2.073
EBITDA	2.745	1.681	1.978	2.432
Tăng trưởng				
Doanh thu	46,2%	-24,2%	20,4%	13,0%
EBITDA	70,7%	-38,8%	17,7%	22,9%
EBIT	82,8%	-47,1%	29,6%	25,1%
Lợi nhuận ròng	79,5%	-53,5%	33,5%	28,5%
Vốn chủ sở hữu	30,8%	11,6%	0,1%	14,6%
Vốn điều lệ	0,0%	2,0%	-2,0%	0,0%
Tổng tài sản	32,6%	3,1%	5,0%	8,7%
Định giá				
P/E	7,9	18,8	13,1	10,2
P/B	2,1	2,1	1,6	1,4
Giá/Doanh thu	9,7	14,4	10,8	9,5
Tỷ suất cổ tức	2,9%	2,6%	2,8%	2,8%
EV/EBITDA	4,7	7,9	6,7	5,2
EV/Doanh thu	1,0	1,3	1,1	0,9
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,5%	14,9%	15,9%	18,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	17,6%	12,5%	12,5%	14,1%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	15,2%	9,7%	10,5%	11,9%
CP bán hàng/Doanh thu thuần	3,2%	2,2%	2,4%	2,4%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,3%	3,1%	2,9%	2,9%
ROE	29,7%	12,0%	15,6%	17,6%
ROA	19,8%	8,3%	10,5%	12,4%
ROIC	23,5%	10,4%	13,1%	14,8%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên Phân tích cao cấp Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Ngành Thủy sản

Trần Thùy Trang

Chuyên viên Phân tích cao cấp

trangtt2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8705

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Hồ Hữu Tuấn Hiếu

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8704

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6737