

CTCP Vĩnh Hoàn - VHC

Khả quan

Đà phục hồi chậm hơn kỳ vọng

Giá mục tiêu (12T)
VND80.300

Hàng tiêu dùng | Cập nhật

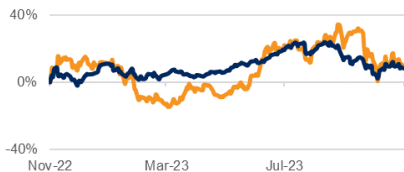
Giá hiện tại	VND68.300
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND84.000 /53.400
Giá mục tiêu cũ	VND91.400
Upside	17%
Tỷ suất cổ tức	2,7%
Tổng tỷ suất sinh lời	19,7%

Vốn hóa	526,9
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	2,9
Sở hữu NN (tr USD)	355,6
Số CP lưu hành (tr)	187,0
Số CP sau pha loãng (tr)	187,0

	VHC	VNI
P/E trượt 12T	12,3	13,4x
P/B hiện tại	1,5	1,6x
ROA	8,4%	2,0%
ROE	12,3%	11,7%

*dữ liệu ngày 28/11/2023

Diễn biến giá



Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lệ Khanh	42,3%
Dragon Capital	6,8%
Mitsubishi Corp	6,4%
Khác	44,5%

Tổng quan doanh nghiệp

VHC là DN xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới. Các thị trường chính của nó bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. Sản phẩm của VHC chiếm khoảng 15,4% xuất khẩu cá tra Việt Nam năm 2022

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Thanh Hằng

Hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với mức tiềm năng tăng giá là 17% và tỷ suất cổ tức 2,7%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 12% khi giá cổ phiếu đã giảm 11% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thay đổi do dự phóng doanh thu năm 2023-2024 giảm do giá bán cá tra thấp hơn kỳ vọng và nhu cầu suy giảm tại thị trường mục tiêu.
- Mặc dù tốc độ hồi phục đang chậm hơn dự kiến nhưng P/E trượt 12 tháng (12,3 lần) thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành và đánh giá thấp triển vọng tăng trưởng trong dài hạn của công ty.

Điểm nhấn tài chính

- LN ròng giảm 58% svck/ 57% sv quý trước xuống 191 tỷ đồng do biên LN gộp sụt giảm đáng kể. Đây cũng là quý thứ tư công ty ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận âm svck.
- Thu nhập tài chính ròng 9T23 tăng 37% svck đã phần nào hỗ trợ LN ròng.
- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần/LN ròng sẽ tăng 18%/24% svck trong năm 2024 với giá bán bình quân/ sản lượng XK tăng 3%/14% svck.

Luận điểm đầu tư

Thị trường Mỹ tăng trưởng thấp hơn dự kiến gây áp lực lên đà phục hồi

Mức tồn kho của Mỹ vẫn đang ở mức cao và sẽ mất nhiều thời gian hơn cho thị trường tiêu thụ số hàng tồn kho này. Chúng tôi kỳ vọng thị trường Mỹ sẽ hồi phục mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm 2024 do tác động kép của nhu cầu tăng trong mùa nghỉ lễ và mức tồn kho giảm. Chúng tôi coi sự phục hồi của thị trường Mỹ là yếu tố hỗ trợ trong ngắn và trung hạn cho kết quả kinh doanh của VHC vì: 1) thị trường Mỹ chiếm 31% tổng doanh thu trong 10T23; và 2) VHC tiếp tục được hưởng lợi từ thuế suất chống bán phá giá 0% từ thị trường Mỹ.

Duy trì biên LN gộp ổn định ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành

VHC luôn duy trì được biên LN gộp ít bị ảnh hưởng bởi điều kiện thị trường hơn các doanh nghiệp khác vì: 1) tỷ lệ tự cung nguyên liệu khoảng 70% giúp VHC tối ưu hóa giá cả nguyên liệu; 2) thị trường xuất khẩu trải rộng khắp thế giới; và 3) danh mục đa dạng mặt hàng với biên LN gộp cao và ổn định, trong đó C&G (40-60%) và sản phẩm gạo (20%) sv các sản phẩm cá tra có biến động mạnh (6-30% tùy điều kiện thị trường). Chúng tôi dự phóng biên LN gộp sẽ đạt 17,4%/18,7% trong năm 2024-25.

Định giá hấp dẫn so với các công ty thủy sản khác ở Việt Nam

VHC có mức P/E hấp dẫn là 12,3 lần, thấp hơn so với trung bình P/E trượt 12 tháng là 24,2 lần. Công ty cũng trả cổ tức bằng tiền mặt là 1.000-2.000/ cổ phiếu mỗi năm.

	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng DT thuần	46,1%	-21,8%	18,0%	12,0%
Biên LN gộp	22,5%	15,3%	17,4%	18,7%
Biên LN ròng	14,9%	10,1%	10,7%	12,0%
Tăng trưởng EPS	77,5%	-46,9%	24,3%	25,0%
P/E (x)		12,2	9,8	8,0
P/B (x)		1,5	1,4	1,2
ROAE	29,1%	13,1%	14,9%	16,5%
Nợ ròng/VCSH	23,9%	28,3%	18,9%	14,0%

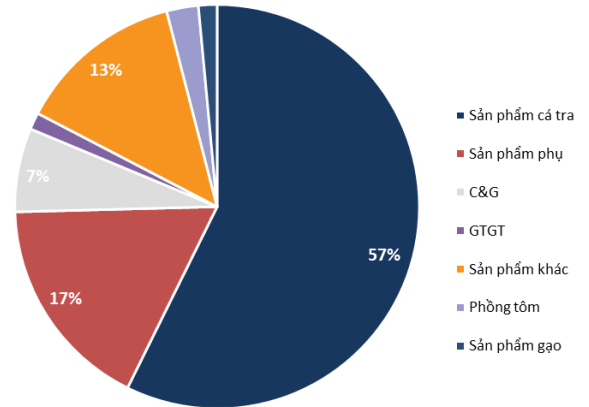
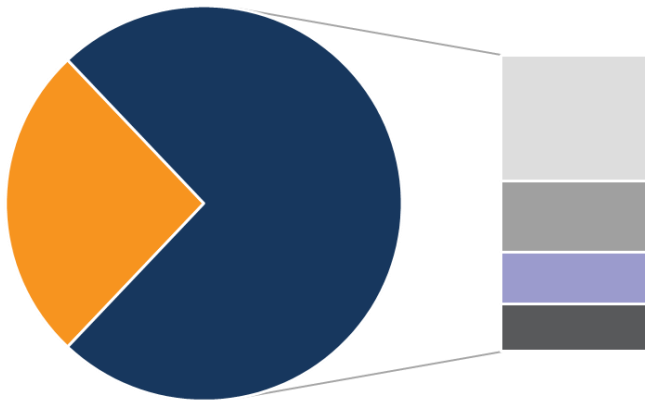
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp: VHC dẫn đầu xuất khẩu cá tra ở Việt Nam

Được thành lập năm 1997, Tổng Công ty Vĩnh Hoàn (VHC, HOSE) đã từng bước vươn lên trở thành nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam kể từ năm 2010. Doanh thu xuất khẩu đóng góp hơn 75% tổng doanh thu của VHC. Doanh nghiệp xuất khẩu phần lớn phi lê cá tra, collagen và gelatin, một phần của thịt cá và dầu cá. VHC tập trung vào thị trường tiêu dùng Mỹ nơi khách hàng sẵn sàng trả giá cao cho các sản phẩm cá tra chất lượng của Việt Nam. Bất chấp thị trường biến động, Vĩnh Hoàn vẫn là doanh nghiệp xuất khẩu hàng đầu sang Mỹ, chiếm 49,4% thị phần trong 9T23.

Hình 1: Doanh thu xuất khẩu của VHC theo thị trường (9T23)

Hình 2: Doanh thu theo sản phẩm của VHC (9T23)



■ Việt Nam ■ Mỹ ■ EU ■ Trung Quốc ■ Còn lại

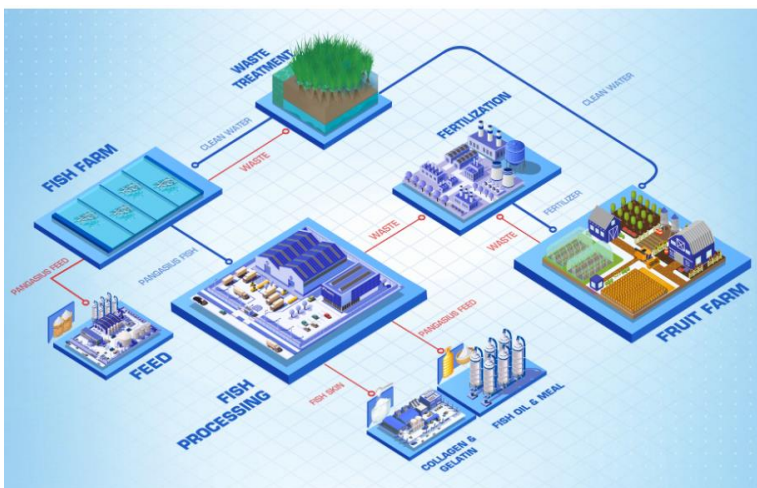
Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

VHC liên tục nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, tạo ra các sản phẩm có giá trị gia tăng từ cá tra. Kể từ 2011, Vĩnh Hoàn đã thành lập Vinh Wellness, sản xuất thành công collagen và gelatin từ da cá, một sản phẩm có giá trị cao với biên LN gộp là 40-60%. Ngoài ra, công ty còn sử dụng các sản phẩm phụ khác trong quá trình chế biến cá tra làm nguyên liệu đầu vào cho việc sản xuất surimi, dầu cá, và bột cá. Vĩnh Hoàn cũng nhận thấy các tiềm năng của ngành nông nghiệp và đặt mục tiêu trở thành tập đoàn chế biến thực phẩm hàng đầu. Đầu năm 2021, Vĩnh Hoàn đã thành lập Vinh Agriculture và mua lại Công ty thực phẩm Sa Giang để mở rộng chuỗi giá trị.

Hình 3: Chuỗi giá trị của VHC

Hình 4: Các sản phẩm từ cá tra của VHC



Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH



Nguồn: VHC, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận giảm mạnh do giá bán giảm

Hình 5: Kết quả kinh doanh Q3/23 và 9T23

Tỷ đồng	Q3/23	% svck	9T23	% svck	9T22/2022	9T23/2023
Doanh thu thuần	2.698	-17,3%	7.643	-28,9%	81,3%	67,8%
Sản phẩm cá tra	1.442	-31,9%	4.328	-38,8%	83,0%	59,1%
Phụ phẩm và các sản phẩm khác	927	-6,6%	2.414	-15,0%	83,9%	87,3%
C&G	159	-15,4%	506	-20,7%	72,1%	67,3%
Sản phẩm từ gạo	105	25,0%	304	-6,2%	72,8%	72,0%
LN gộp	285	-54,4%	1.249	-50,0%	84,0%	60,9%
Chi phí quản lý và bán hàng	134	-7,3%	369	-26,2%	69,2%	65,0%
Doanh thu tài chính ròng	70	24,1%	112	36,9%	127,0%	132,0%
LN trước thuế	229	-58,1%	1.009	-51,6%	89,9%	63,9%
LN ròng	191	-57,7%	849	-52,5%	90,5%	62,5%
Biên LN gộp	10,6%	-8,6 điểm %	16,3%	-6,9 điểm %		
Biên LN ròng	7,1%	-6,7 điểm %	11,1%	-5,5 điểm %		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VHC

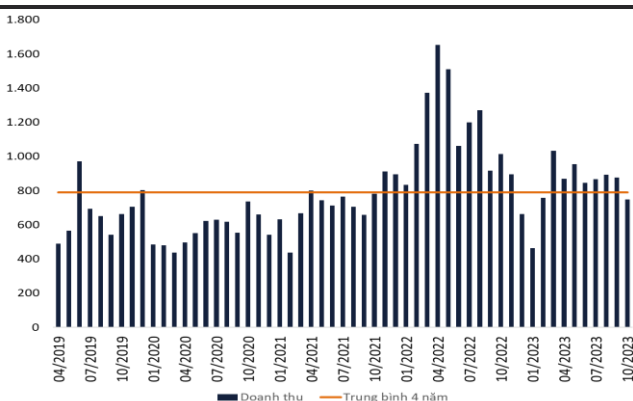
Doanh thu thuần Q3/23 giảm mạnh do giá bán cá tra kéo dài xu hướng giảm

Doanh thu thuần trong Q3/23 của VHC giảm 17% svck xuống 2.698 tỷ đồng do nhu cầu và giá bán từ các thị trường xuất khẩu chính thấp hơn kỳ vọng. Doanh thu sản phẩm cá tra (khoảng 55% tổng doanh thu) giảm mạnh 32% svck, 9% sv quý trước do tác động trái chiều của giá bán cá tra giảm 28% svck mà sản lượng bán chỉ tăng nhẹ, theo ước tính của chúng tôi. Xét theo thị trường xuất khẩu, thị trường Mỹ tiếp tục giảm đáng kể (-41% svck) do mức nền cao trong năm 2022. Mặc dù tất cả các thị trường khác đều ghi nhận tăng trưởng doanh thu dương sv quý trước, thị trường Mỹ vẫn giảm 20% sv quý trước do giá giảm mạnh.

Biên LN gộp thu hẹp đáng kể

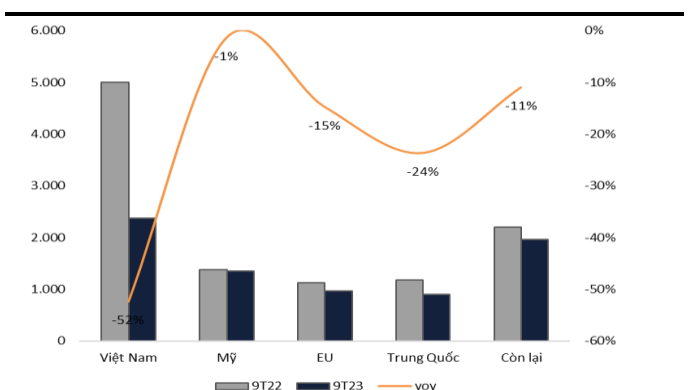
Biên LN gộp trong Q3/23 của VHC giảm đáng kể 8,6 điểm % sau khi giá bán trung bình cá tra giảm 28% và giá cá nguyên liệu ước tính giảm 9% svck. Giá cá tra nguyên liệu giảm với tốc độ chậm hơn sv giá bán trung bình do: 1) Mức nền cao của giá bán trong năm 2022 do VHC tập trung xuất khẩu sang thị trường Mỹ (với giá bán cao hơn các thị trường khác 20-30%) để tối ưu hóa lợi nhuận trong giai đoạn này; 2) giá nguyên liệu thô và giá thức ăn cho cá vẫn ở mức cao trong Q3/23; và 3) nguồn cung cá tra nguyên liệu dồi dào và lượng tồn kho cao khiến công ty bán sản phẩm với giá thấp hơn để thúc đẩy sản lượng bán ra.

Hình 6: Doanh thu theo tháng của VHC đến ngày 21/10/23 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo Công ty

Hình 7: Doanh thu 9T23 theo thị trường (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo Công ty

Triển vọng 2023-25: Kỳ vọng một năm tới tươi sáng hơn

Hình 8: Thay đổi dự phóng 2023-25

Đơn vị: tỷ đồng	2022			2023			2024			2025
	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	
Giá bán bình quân (USD/kg)	4,2	3,8	3,4	-10,5%	4,1	3,5	-14,6%	3,8		
DT thuần	13.231	11.266	10.351	-8,1%	12.947	12.216	-5,6%	13.686		
<i>Sản phẩm cá tra</i>	8.451	7.327	6.141	-16,2%	8.463	7.350	-13,1%	8.337	Chúng tôi giảm doanh thu cá tra trong năm 2023/24 do giá bán trung bình thấp hơn dự kiến. Chúng tôi thận trọng hơn về triển vọng năm 2024 và kỳ vọng nhu cầu nhập khẩu sẽ phục hồi với tốc độ chậm hơn trước đây vì hàng tồn kho tại thị trường Mỹ sẽ mất nhiều thời gian hơn để giảm trong 6T24 và bật tăng trở lại từ 6 tháng cuối năm 2024.	
<i>Khác</i>	2.436	2.765	3.045	10,1%	3.117	3.555	14,0%	3.916		
<i>C&G</i>	885	752	743	-1,2%	903	855	-5,3%	940	Chúng tôi giảm nhẹ dự báo doanh thu C&G trong năm tài chính 2023 xuống mức phù hợp	
<i>Sa Giang</i>	489	422	422	0,0%	464	456	-1,8%	492		
LN gộp	2.976	2.051	1.588	-22,6%	2.559	2.121	-17,1%	2.557		
Biên LN gộp	22,5%	18,2%	15,3%	-2,9 điểm %	19,8%	17,4%	-2,4 điểm %	18,7%		
<i>Sản phẩm cá tra</i>	24,6%	18,2%	14,2%	-4,0 điểm %	19,3%	17,4%	-1,9 điểm %	17,9%	Do giá bán trung bình thấp hơn dự kiến trong khi giá cá nguyên liệu vẫn ở mức cao	
<i>Khác</i>	10,8%	9,9%	9,6%	-0,3 điểm %	9,9%	9,9%	0,0 điểm %	10,2%		
<i>C&G</i>	45,0%	46,4%	45,4%	-1,0 điểm %	47,4%	45,4%	-2,0 điểm %	45,4%		
<i>Sa Giang</i>	25,9%	22,1%	20,7%	-1,4 điểm %	23,1%	22,0%	-1,1 điểm %	20,6%		
Chi phí quản lý và bán hàng	721	567	489	-13,7%	740	663	-10,4%	734	Chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí quản lý và bán hàng năm 2023/24 để phù hợp với sự thay đổi về doanh thu.	
Chi phí quản lý và bán hàng/DTT	5,4%	5,0%	4,7%	-0,3 điểm %	5,7%	5,4%	-0,3 điểm %	5,4%		
LN từ HĐSXKD	1.290	1.569	1.215	-22,6%	1.861	1.501	-19,3%	1.871		
LN trước thuế	1.288	1.579	1.228	-22,2%	1.872	1.518	-18,9%	1.890		
LN ròng	1.101	1.358	1.050	-22,7%	1.620	1.304	-19,5%	1.298		
EPS	6.052	7.259	5.610	-22,7%	8.658	6.971	-19,5%	8.729		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thị trường xuất khẩu phục hồi trở lại sau nửa cuối năm 2024

Hình 9: Doanh thu 10T2023 theo từng thị trường XK (tỷ đồng)

	10T22	10T23	% svck	% vs dự phóng 2023
Mỹ	5.409	2.546	-52,9%	59,5%
EU	1.506	1.513	0,5%	74,6%
Trung Quốc	1.187	1.044	-12,0%	80,6%
Còn lại	1.342	1.025	-23,6%	75,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VHC

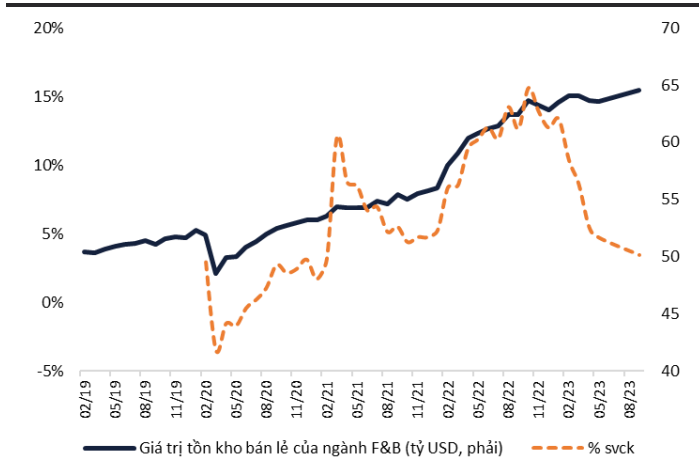
Sự phục hồi chậm hơn dự kiến của Mỹ sẽ ảnh hưởng đến doanh thu

Doanh thu của VHC từ thị trường Mỹ trong 10T23 đạt 2.546 tỷ đồng, giảm 53% yoy và thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi. Mặc dù khối lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ phục hồi so với cùng kỳ nhờ nhu cầu phục vụ kỳ nghỉ lễ cuối năm nhưng giá bán đi ngược với kỳ vọng của chúng tôi khi tiếp tục duy trì xu hướng giảm.

Vì nhu cầu yếu hơn dự kiến trong khi lượng hàng tồn kho cao buộc các nhà nhập khẩu Mỹ mua hàng tại mức giá thấp trong năm 2023 và có thể tiếp tục trong nửa đầu năm 2024. Điều này dẫn đến giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ sụt giảm mạnh.

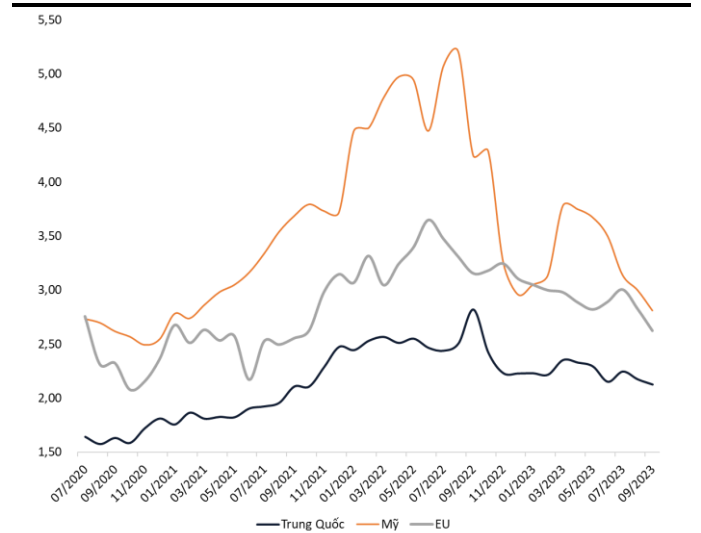
Chúng tôi nhận thấy tăng trưởng hàng tồn kho của Mỹ đã giảm tốc trong đầu Q3/23 nhưng bắt đầu tăng trở lại trong tháng 10. Do đó, nhu cầu nhập khẩu từ Việt Nam có thể chậm hơn so với dự kiến của chúng tôi khi bước vào kì nghỉ lễ.

Hình 10: Giá trị HTK ngành F&B tại Mỹ tăng qua từng tháng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

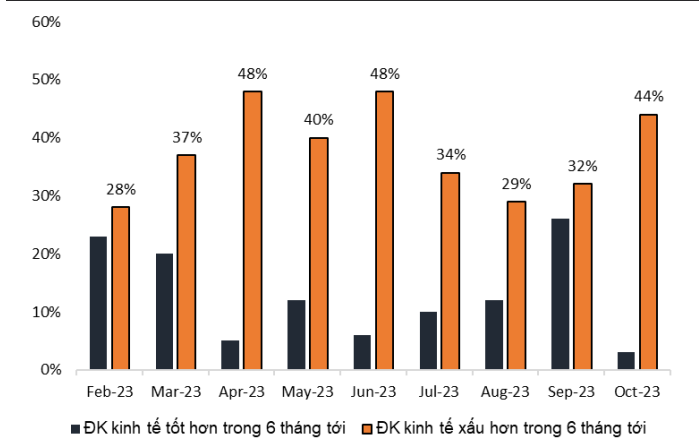
Hình 11: Giá xuất khẩu tiếp tục duy trì xu hướng giảm (US\$/kg)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

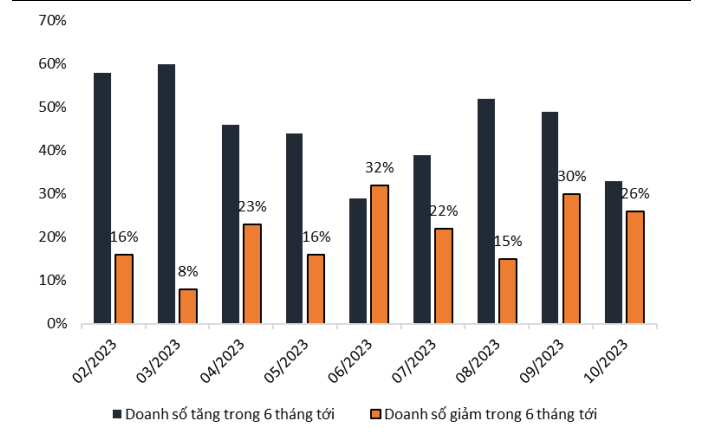
Trong khi đó, triển vọng kinh doanh của các nhà hàng ở Mỹ cũng trở nên ảm đạm hơn khi chủ các nhà hàng thay đổi kỳ vọng về tình hình kinh tế cũng như kết quả kinh doanh trong 6 tháng tới. Theo Hiệp hội Nhà hàng Quốc gia Hoa Kỳ, có khoảng 33% chủ nhà hàng kỳ vọng doanh thu của họ trong 6 tháng tới sẽ cao hơn so với cùng kỳ năm trước, giảm so với mức 49% của tháng trước và thậm chí họ càng không lạc quan về xu hướng chung của nền kinh tế. Chỉ có 3% trong số họ tin rằng nền kinh tế sẽ dần cải thiện trong 6 tháng tới, trong khi đó 44% cho rằng tình hình sẽ trở nên tiêu cực hơn trong 6 tháng tiếp theo.

Hình 12: Kỳ vọng của chủ các nhà hàng về tình hình kinh tế trong 6 tháng tiếp theo, tính đến tháng 10/2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 13: Kỳ vọng của các chủ nhà hàng về doanh thu so với cùng kỳ trong 6 tháng vào tháng 10/2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Do đó, chúng tôi kì vọng thị trường sẽ khó phục hồi trở lại cho đến nửa cuối năm 2024, khi nền kinh tế bắt đầu phục hồi và nhu cầu tăng cao cho dịp nghỉ lễ cuối năm 2024. Việc VHC tiếp tục hưởng lợi từ thuế chống bán phá giá 0% trong POR 19 (kết quả sơ bộ đợt rà soát thuế chống bán phá giá lần thứ 19 của Mỹ đối với phi lê cá đông lạnh của Việt Nam) cũng sẽ có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của VHC trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ thị trường Hoa Kỳ sẽ tiếp tục giảm mạnh trong năm 2023 (-46% svck), trước khi tăng trở lại trong nửa cuối năm 2024, điều này dẫn đến mức tăng 20% svck trong năm 2024.

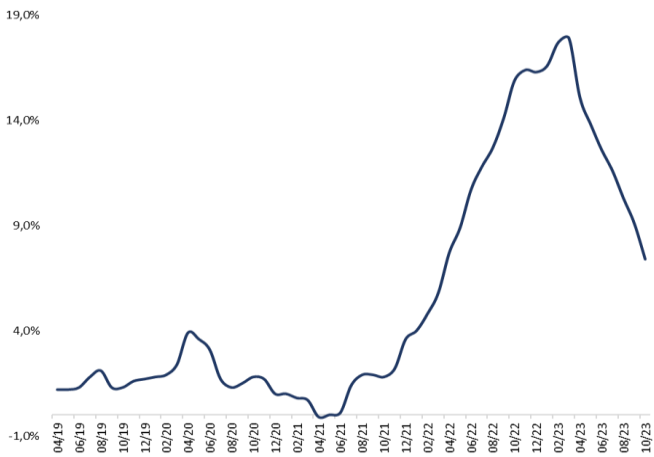
Trung Quốc đúng như kỳ vọng trong khi EU thấp hơn kỳ vọng

Doanh thu xuất khẩu trong 10 tháng của VHC sang thị trường EU/Trung Quốc lần lượt đạt 1.513 tỷ đồng (62 triệu USD) và 1.044 tỷ đồng (43 triệu USD), hoàn thành 75%/81% dự phóng trước đó của chúng tôi.

Mặc dù chính phủ Trung Quốc đã thực hiện nhiều chính sách nhằm thúc đẩy nền kinh tế, bao gồm (1) hạ lãi suất cho vay thế chấp để hỗ trợ thị trường bất động sản, và (2) giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc trong hệ thống ngân hàng, chúng tôi tin rằng sẽ cần nhiều thời gian để các biện pháp hỗ trợ này phát huy hiệu quả, cũng như thúc đẩy người tiêu dùng tăng chi tiêu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng và đơn hàng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc sẽ dần phục hồi trong nửa cuối năm 2024 do các sản phẩm cá tra ngày càng trở nên phổ biến hơn đối với người dân Trung Quốc, một phần do thay đổi thói quen ăn uống và nguồn cung cá rô phi thiếu hụt trong nay và năm sau. Ngoài ra, VHC có kế hoạch tập trung nhiều hơn vào thị trường Trung Quốc trong năm 2024 khi thị trường đông dân này đã mở cửa hoàn toàn, tạo nhiều dư địa tăng trưởng trong những năm tới. Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu của VHC sang thị trường Trung Quốc sẽ tăng trưởng 1% svck và phục hồi 20% svck trong 2024.

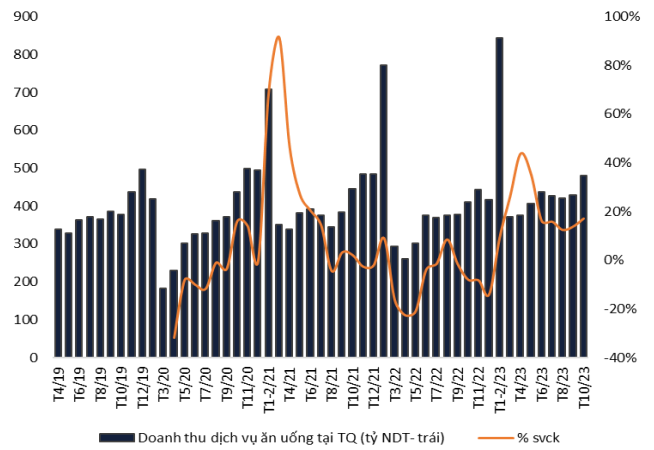
Vào tháng 9/2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra sang EU của Việt Nam tăng 4% svck về giá trị và 25% svck về sản lượng xuất khẩu, điều này cho thấy ngày càng nhiều người tiêu dùng tại thị trường EU tin dùng sản phẩm này. Xu hướng tích cực này đến từ 1) người dân tại thị trường này ưa chuộng cá thịt trắng từ Việt Nam với mức giá hợp lý trong bối cảnh lạm phát cao buộc người dân phải thắt chặt chi tiêu và 2) Ưu đãi thuế quan 0% từ EVFTA trong năm 2023 có tác động tích cực đến hoạt động xuất khẩu. Tuy nhiên, giống như thị trường Mỹ, giá cá tra tại thị trường này không cải thiện trong mùa cao điểm vừa qua mà có dấu hiệu chững lại do cạnh tranh với các sản phẩm cá thịt trắng khác. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ thị trường EU sẽ duy trì tăng 8% trong năm 2024.

Hình 14: Lạm phát thực phẩm của EU hạ nhiệt từ tháng 4/2023 nhưng vẫn ở mức cao



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 15: Giá trị ngành F&B tại Trung Quốc (đv: tỷ NDT, BT)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Không ngừng nâng cao năng lực sản xuất

Trong những năm gần đây, VHC không ngừng đầu tư mở rộng, cải tạo các nhà máy như:

- Nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi đã đi vào hoạt động trong năm 2022.
- Nhà máy Thành Ngọc với tổng công suất 23.000 tấn/năm, dự kiến đi vào hoạt động vào cuối Q4/23.
- Đầu tư vào dây chuyền C&G (collagen&gelatin), nâng tổng công suất sản xuất lên 7.000 tấn/năm, dự kiến đi vào hoạt động vào Q1/24.

Kế hoạch đầu tư này cho thấy VHC đang tích cực mở rộng ngành nghề kinh doanh, tiết kiệm chi phí đầu vào, cũng như bắt đầu đặt nền móng xây dựng mô hình kinh tế tuần hoàn (biến đầu ra của chuỗi giá trị này thành đầu vào của chuỗi giá trị khác) nhằm duy trì mức biên LN gộp ổn định so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Chúng tôi kỳ vọng việc mở rộng này sẽ hỗ trợ VHC duy trì biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2024/25 tại mức 17,3%/18,7%.

Định giá: Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp là 80.300 đ/cp

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp DCF và P/E để xác định giá mục tiêu. Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 12% dựa trên phương pháp DCF do 1) điều chỉnh dự báo EPS giai đoạn 2023-25; 2) giảm WACC từ 12,7% xuống 10,5% khi chúng tôi hạ lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7% (dựa trên lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30 tháng 9) và phần bù rủi ro từ 10% xuống 9,6%.

Hình 16: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá (VND)	Weight (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	87.838	50%	43.919
P/E (P/E mục tiêu 11 lần)	72.827	50%	36.414
Trung bình			80.333
Giá mục tiêu (làm tròn)			80.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Dự phóng dòng tiền

Đơn vị: tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Năm cuối
EBIT	1.378	1.610	1.975	1.685	1.515	1.735	2.065	2.351	2.489	2.697	2.254	
-Thuế	192	217	256	210	181	199	227	246	249	256	203	
EBIAT	1.185	1.393	1.719	1.475	1.334	1.536	1.838	2.104	2.240	2.441	2.051	
-Thay đổi vốn lưu động	-599	-50	680	325	-101	-164	-38	-90	-158	31	-295	
-Net Capex	-1.261	-1.051	-617	-679	-741	-803	-865	-927	-989	-1.051	-1.113	
+Chi phí khấu hao	481	564	595	659	729	706	748	837	932	982	601	
FCFF	-193	856	2.376	1.779	1.220	1.274	1.683	1.925	2.026	2.403	1.244	20.092
Giá trị hiện tại của FCFF	-193	775	1.946	1.318	818	773	924	956	910	977	458	7.393

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Định giá DCF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do 10 năm	9.661
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối	7.393
Giá trị doanh nghiệp	17.053
Trừ: Tổng nợ	(2.586)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-
Cộng: Tiền và tương đương tiền	1.962
Giá trị hợp lý	16.430
SLCP lưu hành sau khi bán cp quỹ (triệu cổ phiếu)	187
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	87.838

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Các giả định

Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Phần bù rủi ro	9,6%
Beta	1,00
WACC	10,5%
Tăng trưởng dài hạn	3,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Phân tích độ nhạy của WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn tới giá mục tiêu

Tăng trưởng dài hạn	WACC				
	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
2,0%	98.178	92.564	87.502	82.915	78.741
2,5%	98.410	92.775	87.694	83.090	78.901
3,0%	98.643	92.986	87.838	83.266	79.061
3,5%	98.875	93.197	88.078	83.441	79.221
4,0%	99.108	93.408	88.270	83.616	79.382

Source: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (Dữ liệu ngày 28/11/2023)

Mã	Công ty	Quốc gia	Vốn hóa triệu USD	Doanh thu 12T triệu USD	LN ròng 12T triệu USD	%svck %	Nợ ròng/vốn CSH %	ROE %	P/E x	P/B x
ANV VN	CTCP Nam Việt	VN	161,7	235,0	6,3	-76,05	65,9	5,1	25,9	1,3
IDI VN	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia I.D.I	VN	104,9	290,0	4,1	-86,56	128,1	2,5	32,1	0,8
ABT VN	CTCP XNK Thủy sản Bến tre	VN	17,0	22,1	2,7	58,00	11,0	13,6	6,4	0,9
ACL VN	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang	VN	24,9	39,9	0,6	-89,01	104,7	1,8	41,5	0,8
Trung vị				235,0	4,1	-76,05	65,9	5,1	25,9	0,9
Trung bình				202,4	11,8	-49,46	68,3	7,2	23,6	1,0
VHC VN	Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn	VN	531,8	425,2	45,4	-53,68	31,5	13,0	12,2	1,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phân tích độ nhạy

Tiềm năng tăng giá:

- Sự phục hồi của giá cao hơn dự kiến
- Nhu cầu tại các thị trường mục tiêu tăng mạnh hơn dự kiến

Rủi ro giảm giá:

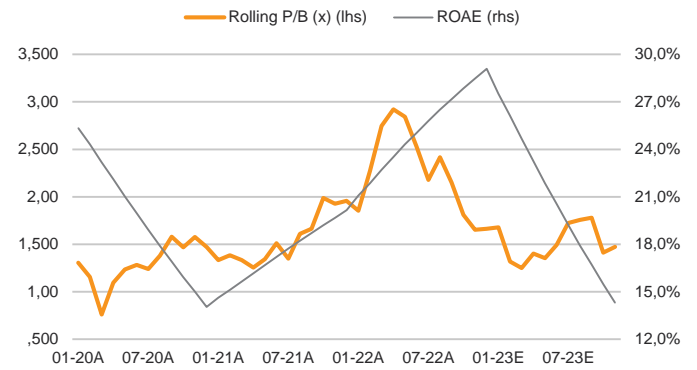
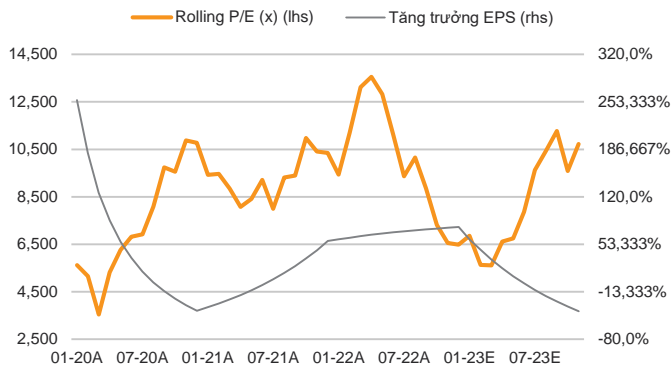
- Giá cá nguyên liệu cao hơn dự kiến ảnh hưởng tới biên LN gộp.
- Sự phục hồi chậm hơn dự kiến tại các thị trường xuất khẩu mục tiêu.

Hình 22: Phân tích độ nhạy % tăng trưởng svck của giá bán bình quân thị trường Mỹ trong năm 2024 và sản lượng bán hàng tới giá mục tiêu

% tăng trưởng sản lượng XK cá tra	% tăng trưởng giá bán tới thị trường Mỹ năm 2024				
	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
12,0%	86.049	86.626	87.203	87.781	88.358
13,0%	86.356	86.939	87.521	88.103	88.685
14,0%	86.663	87.251	87.838	88.426	89.013
15,0%	86.970	87.563	88.155	88.748	89.341
16,0%	87.277	87.875	88.473	89.070	89.668

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	13.231	10.351	12.216
Giá vốn hàng bán	(10.255)	(8.763)	(10.100)
Chi phí quản lý DN	(372)	(260)	(297)
Chi phí bán hàng	(349)	(229)	(369)
LN hoạt động thuần	2.254	1.098	1.450
EBITDA thuần	2.581	1.592	2.014
Chi phí khấu hao	(327)	(493)	(564)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.254	1.098	1.450
Thu nhập lãi	434	328	184
Chi phí tài chính	(370)	(212)	(140)
Thu nhập ròng khác	4	14	16
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	2.323	1.229	1.510
Thuế	(310)	(171)	(203)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(38)	(7)	(9)
LN ròng	1.975	1.050	1.298
Thu nhập trên vốn	1.975	1.050	1.298
Cổ tức phổ thông	(367)	(367)	(374)
LN giữ lại	1.608	683	924

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	553	138	438
Đầu tư ngắn hạn	1.768	1.825	1.512
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.330	2.083	2.386
Hàng tồn kho	2.818	3.480	3.339
Các tài sản ngắn hạn khác	172	167	196
Tổng tài sản ngắn hạn	7.640	7.693	7.871
Tài sản cố định	2.824	3.621	4.117
Tổng đầu tư	16	6	6
Tài sản dài hạn khác	1.103	743	883
Tổng tài sản	11.583	12.062	12.877
Vay & nợ ngắn hạn	2.214	2.293	1.997
Phải trả người bán	448	489	514
Nợ ngắn hạn khác	1.037	808	924
Tổng nợ ngắn hạn	3.698	3.589	3.435
Vay & nợ dài hạn	175	184	191
Các khoản phải trả khác	16	14	17
Vốn điều lệ và	1.834	1.870	1.870
LN giữ lại	5.426	6.095	7.024
Vốn chủ sở hữu	7.694	8.275	9.235
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	11.583	12.062	12.877

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	2.323	1.229	1.510
Khấu hao	327	493	564
Thuế đã nộp	(63)	(171)	(203)
Các khoản điều chỉnh khác	366	175	119
Thay đổi VLD			
LC tiền thuần HKĐK			
Đầu tư TSCĐ	(1.131)	(1.271)	(1.060)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	10	10	9
Các khoản khác	(407)	40	150
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(1.528)	(1.221)	(902)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	154	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	143	0
Tiền vay ròng nhận được	497	53	(293)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(367)	(367)	(374)
LC tiền thuần HĐTC	284	(171)	(667)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	195	553	138
LC tiền thuần trong năm			
Tiền & tương đương tiền cuối kì			

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	14,9%	10,1%	10,6%
Vòng quay TS	1,30	0,88	0,98
ROAA	19,4%	8,9%	10,4%
Đòn bẩy tài chính	1,50	1,48	1,42
ROAE	29,1%	13,1%	14,8%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	58,5	67,2	65,3
Số ngày nắm giữ HTK	100,3	145,0	121,0
Số ngày phải trả tiền bán	15,9	20,4	18,6
Vòng quay TSCĐ	5,41	3,21	3,16
ROIC	19,6%	9,8%	11,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,1	2,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,3	1,2	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,5	0,6
Vòng quay tiền	142,9	191,8	167,7
Chỉ số tăng trưởng (voy)			
Tăng trưởng DT thuần	46,1%	(21,8%)	18,0%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	88,0%	(51,3%)	32,0%
Tăng trưởng LN ròng	77,5%	(46,8%)	23,6%
Tăng trưởng EPS	77,5%	(46,8%)	23,6%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuang.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên phân tích

Email: hangan.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>