

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN | VHC (HOSE)

Tận dụng cơ hội từ thị trường Mỹ

MUA

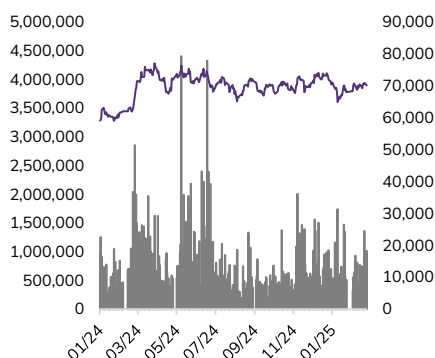
Kiều Thị Thanh Thu

Email: thu.kieuthithanh@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Thủy sản
Ngày báo cáo	: 03/03/2025
Giá hiện tại (VND/CP)	: 72.300
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 85.300
Tỷ lệ tăng (%)	: 18,0%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 16.228
SLCPLH (CP)	: 224.453.159

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: Fiinpro, ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	4Q23	4Q24
Tăng trưởng DTT (%)	-3,8%	34,1%
Tăng trưởng LNST (%)	-63,0%	504,9%
Biên LNG (%)	10,2%	18,0%
Biên LNST (%)	2,9%	13,3%
ROA (%)	7,8%	10,2%
ROE (%)	11,6%	14,5%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,26	0,25
EPS (VND/CP)	376	1,895
BVPS (VND/CP)	44.629	38.685

Nguồn: FiinPro, ABS Research

Luận điểm đầu tư

- Năm 2024 VHC ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng vượt trội svck nhờ tăng trưởng đến từ cả thị trường nội địa (+69,2% svck) và thị trường xuất khẩu (+13,5% svck). Doanh thu thuần 2024 đạt 12.535 tỷ đồng (+24,9% svck). Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ 0,2% lên mức 15,1%. LNST cổ đông công ty mẹ 2024 đạt 1.234 tỷ đồng (+34,2% svck).
- Tình hình tài chính của doanh nghiệp lành mạnh với lượng tiền và tương đương tiền lớn (chiếm 22,8% TTS), nợ vay ở mức thấp (chiếm 18,6% tổng nguồn vốn), D/E ở mức 0,25 lần và lịch sử chi trả cổ tức 20% bằng tiền đều đặn trong vòng 5 năm qua.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng của VHC trong thời gian tới sẽ tích cực nhờ các yếu tố sau:
 - ✓ Giá và sản lượng cá tra tại thị trường Mỹ có xu hướng tăng do người dân quay sang sử dụng cá tra khi giá cá rô phi từ Trung Quốc tăng cao. VHC được lợi tại thị trường này do là doanh nghiệp duy nhất được đưa ra khỏi danh sách áp thuế chống bán phá giá.
 - ✓ Sản lượng xuất khẩu tại các nước ngoài Trung Quốc cũng dự kiến tăng do nhu cầu tiêu thụ tại các nước phục hồi theo nền kinh tế.
 - ✓ Dù giá cá giống tăng cao, biên lợi nhuận sẽ không bị ảnh hưởng đáng kể do VHC tự chủ được 70% nguồn nguyên liệu và giá đầu vào thức ăn cho cá dự kiến vẫn ở mức thấp.
- Chúng tôi dự phóng DTT & LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2025F của VHC dự kiến đạt 13.566 tỷ đồng (+8,2% svck) và 1.429 tỷ đồng (+15,8% svck). EPS và BVPS 2025F dự kiến đạt 6.367 đ/cp và 42.473 đ/cp, tương ứng 2025F P/E và P/B đạt 11,3x và 1,7x tại mức giá giao dịch hiện tại.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 85.300 đ/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 18,0% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC.
- Rủi ro đầu tư:
 - ✓ Sản lượng xuất khẩu và giá xuất khẩu sang các nước thấp hơn dự phóng.
 - ✓ Chiến tranh thương mại khiến giá vận chuyển tăng cao.
- Cơ hội đầu tư:
 - ✓ Sản lượng và giá xuất khẩu sang các nước cao hơn dự phóng.

BẢNG TỔNG HỢP VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA VHC

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	10.033	12.535	13.566	14.005
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-24%	25%	8%	3%
Lợi nhuận gộp	1.493	1.891	2.082	2.151
Biên lợi nhuận gộp (%)	14,9%	15,1%	15,3%	15%
Doanh thu tài chính	377	428	473	571
Chi phí tài chính	-229	-222	-225	-213
Chi phí bán hàng	-216	-293	-310	-327
Chi phí QLDN	-308	-346	-374	-386
Lợi nhuận từ HĐKD	1.118	1.461	1.653	1.817
Lãi/lỗ khác	27	35	38	39
Lợi nhuận trước thuế	1.145	1.496	1.691	1.856
LNST cổ đông Công ty mẹ	919	1.234	1.429	1.557
Biên lợi nhuận ròng (%)	10%	10%	11%	12%
EPS (đồng/cp)	4.963	5.996	6.367	6.937

Nguồn: BCTC VHC, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA VHC Q4/2024 & NĂM 2024

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH (TỶ VND)	4Q23	4Q24	%YoY	2023	2024	%YoY
Doanh thu thuần	2.390	3.206	34,1%	10.033	12.535	24,9%
Lợi nhuận gộp	243	578	137,2%	1.493	1.891	26,7%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>10,2%</i>	<i>18,0%</i>		<i>14,9%</i>	<i>15,1%</i>	
Chi phí BH & QLDN	-155	-202	30,0%	-524	-639	21,9%
<i>Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,3%</i>		<i>5,2%</i>	<i>5,1%</i>	
Doanh thu tài chính	80	148	85,3%	377	428	13,5%
Chi phí tài chính	-44	-50	14,2%	-229	-222	-3,1%
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>-19</i>	<i>-17</i>	<i>-9,5%</i>	<i>-133</i>	<i>-73</i>	<i>-45,0%</i>
Lợi nhuận từ HĐKD	125	474	280,6%	1.118	1.461	30,7%
Lợi nhuận trước thuế	136	481	254,3%	1.145	1.496	30,7%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	70	425	504,9%	919	1.234	34,2%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>2,9%</i>	<i>13,3%</i>		<i>9,2%</i>	<i>9,8%</i>	

Nguồn: BCTC VHC, ABS Research

- Kết quả kinh doanh quý 4/2024 doanh thu và lợi nhuận đều tăng trưởng vượt trội so với cùng kỳ.**
 - Doanh thu quý 4/2024 của VHC đạt 3.206 tỷ đồng (+34,1% svck). Tất cả các thị trường của Vĩnh Hoàn đều cho kết quả tăng trưởng hai chữ số: đứng đầu là thị trường Mỹ với doanh thu đạt 1.020 tỷ đồng, tăng trưởng lên tới 74,1% svck; tiếp đến là thị trường Trung Quốc với doanh thu đạt 317 tỷ đồng, tăng trưởng 45,4% svck; thị trường EU đạt doanh thu 525 tỷ đồng, tăng trưởng 26,2% svck; thị trường nội địa đạt doanh thu 910 tỷ đồng, tăng trưởng 11,4% svck và thị trường khác đạt doanh thu 431 tỷ đồng, tăng trưởng 13,1% svck. Xét theo cơ cấu sản phẩm, cá tra và phụ phẩm cá tra – 2 sản phẩm có tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu – đạt doanh thu 1.850 tỷ đồng và 505 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 53% svck và 38,7% svck.
 - Lợi nhuận gộp đạt 578 tỷ đồng (+137,2% svck), biên lợi nhuận gộp cũng cải thiện mạnh mẽ từ 10,2% lên 18%. Điều này là do sản lượng và giá xuất khẩu trong quý 4/2024 đều tăng tốt.
 - Chi phí BH&QLDN đạt 202 tỷ đồng (+30,0% svck), chủ yếu do chi phí QLDN khác tăng.
 - Doanh thu hoạt động tài chính đạt 148 tỷ đồng (+85,3% svck), do lãi chênh lệch tỷ giá Q4/2023 cao gần gấp đôi svck. Chi phí tài chính đạt 50 tỷ đồng (+14,2% svck), trong đó chi phí lãi vay đạt 17 tỷ đồng (-9,5% svck).
 - Kết quả, LNST cổ đông công ty mẹ Q4/2024 đạt 425 tỷ đồng (+504,9% svck). Đây là mức lợi nhuận quý cao nhất mà Vĩnh Hoàn đạt được kể từ Q3/2022.**
- Kết quả kinh doanh cả năm 2024 tăng trưởng mạnh so với năm 2023.**
 - Doanh thu thuần 2024 đạt 12.535 tỷ đồng (+24,9% svck). Mức doanh thu này chỉ thấp hơn một chút so với mức kỷ lục năm 2022 của doanh nghiệp. Kết quả vượt trội này đến từ nhu cầu gia tăng mạnh mẽ từ cả thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu. Trong đó, doanh thu thị trường nội địa đạt 3.492 tỷ đồng (+69,2% svck), chiếm 27,9% tổng doanh thu; và doanh thu thị trường xuất khẩu đạt 9.043 tỷ đồng (+13,5% svck), chiếm 72,1% tổng doanh thu.
 - Lợi nhuận gộp đạt 1.891 tỷ đồng (+26,7% svck), biên lợi nhuận tăng nhẹ 0,2% svck.
 - Chi phí BH&QLDN ở mức 639 tỷ đồng (+21,9% svck), trong đó chi phí bán hàng là 292,6 tỷ đồng (+35,3% svck) do chi phí vận chuyển tăng 6% svck, và chi phí bán hàng khác tăng tới 126% svck.
 - Doanh thu hoạt động tài chính tăng 13,5% svck, đạt 428 tỷ đồng chủ yếu do sự gia tăng của lãi chênh lệch tỷ giá đã thực hiện. Chi phí tài chính giảm nhẹ 3,1% svck, đạt 221,5 tỷ đồng; chi phí lãi vay giảm mạnh 45% svck, đạt 73,3 tỷ đồng tuy nhiên doanh nghiệp ghi nhận gia tăng chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá và dự phòng giảm giá các khoản đầu tư.

- ✓ **Kết quả, LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1.234 tỷ đồng (+34,2% svck).** Năm 2024 Vĩnh Hoàn đặt kế hoạch doanh thu, lợi nhuận theo hai kịch bản: (i) kịch bản cơ bản – 10.700 tỷ đồng doanh thu và 800 tỷ đồng LNST của cổ đông công ty mẹ, (ii) kịch bản cao – 11.500 tỷ đồng doanh thu và 1.000 tỷ đồng LNST của cổ đông công ty mẹ. Với kết quả đạt được, Vĩnh Hoàn đã vượt 9% kế hoạch doanh thu và 23,4% kế hoạch lợi nhuận theo kịch bản cao.

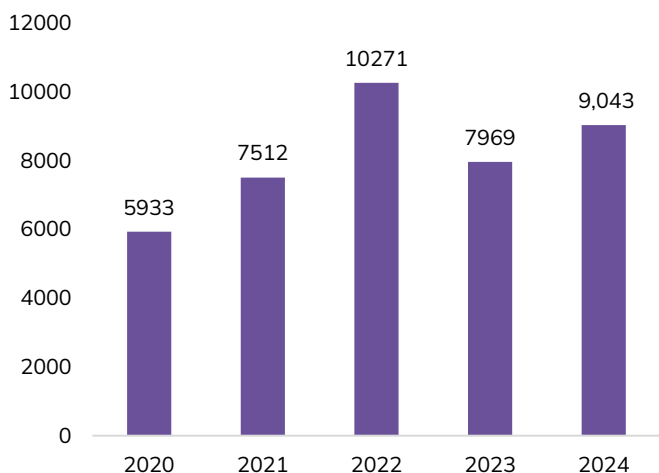
- **Cơ cấu doanh thu của Vĩnh Hoàn:**

- ✓ Xét về cơ cấu sản phẩm, cá tra phi lê vẫn là sản phẩm chủ lực của VHC với tỷ trọng đóng góp vào doanh thu năm 2024 đạt 56%, tiếp đến là phụ phẩm cá tra với đóng góp 15% vào doanh thu, các sản phẩm sức khỏe đóng góp 6%, các sản phẩm của Sa Giang đóng góp 6% và sản phẩm GTGT đóng góp 1% vào doanh thu, còn lại 17% doanh thu đến từ các sản phẩm khác.
- ✓ Xét về thị trường, doanh thu thị trường xuất khẩu vẫn chiếm tỷ trọng chính trong năm 2024 với 72,1% doanh thu đến từ thị trường này. Trong đó, Mỹ, EU và Trung Quốc là ba thị trường xuất khẩu chính với tỷ trọng lần lượt 43,8%, 23,5% và 13,9% tổng doanh thu xuất khẩu. Doanh thu thị trường nội địa đang tăng dần đóng góp đối với VHC. Năm 2024, doanh thu nội địa đạt 3.492 tỷ đồng và tỷ trọng doanh thu nội địa đạt 27,9%; đây là mức doanh thu và tỷ trọng đóng góp lớn nhất từ trước đến nay của thị trường nội địa đối với tổng doanh thu của VHC.

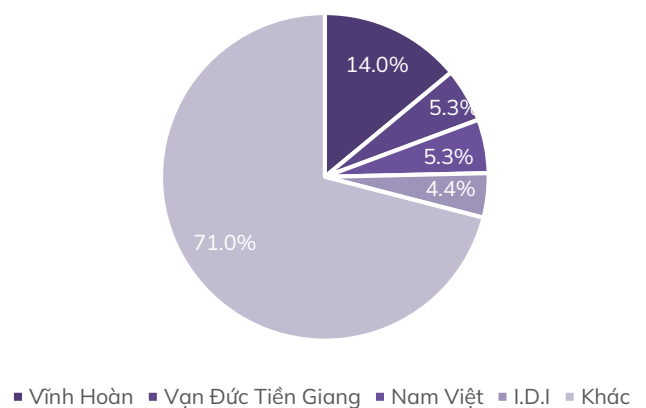
- **VHC đứng đầu thị phần xuất khẩu cá tra của Việt Nam**

- ✓ Thị phần xuất khẩu cá tra của Vĩnh Hoàn đã luôn dẫn đầu trong suốt 10 năm qua. Theo số liệu 10 tháng đầu năm 2024, Vĩnh Hoàn chiếm 14% tỷ trọng trong tổng giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam.
- ✓ Các sản phẩm từ cá tra đóng góp gần 80% trong cơ cấu doanh thu của Vĩnh Hoàn. Các sản phẩm này gồm có: phi lê cá, phụ phẩm cá, các sản phẩm giá trị gia tăng (cá tra tẩm bột) và các sản phẩm sức khỏe (collagen và gelatin) từ da cá tra. Trong đó, doanh thu cá tra đạt 6.950 tỷ đồng (+26% svck), chiếm 56% tổng doanh thu; doanh thu phụ phẩm cá tra đạt 1.850 tỷ đồng (+15% svck), chiếm 15% tổng doanh thu; các sản phẩm sức khỏe đạt 773 tỷ đồng (+7% svck), chiếm 6% tổng doanh thu, và các sản phẩm giá trị gia tăng đạt 145 tỷ đồng (+11% svck), chiếm 1% tổng doanh thu.

Doanh thu xuất khẩu của VHC giai đoạn 2020-2024
(tỷ đồng)



Top DN xuất khẩu cá tra 10T2024



Nguồn: VHC, VASEP, ABS Research

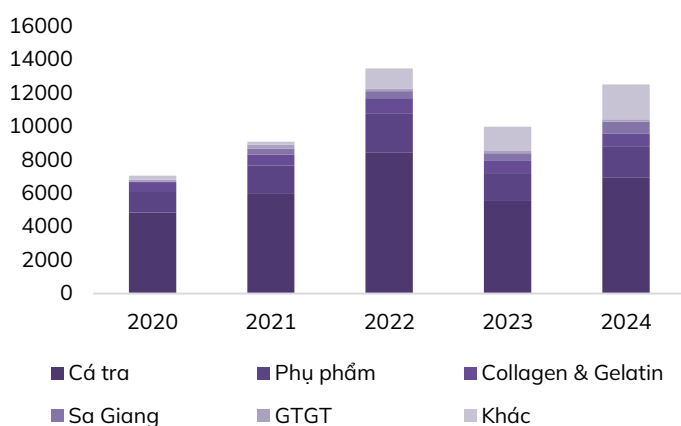
- **Mỹ - Thị trường xuất khẩu lớn nhất của VHC:**

- ✓ Thị trường Mỹ luôn là thị trường lớn nhất của Vĩnh Hoàn trong các năm qua. Doanh số xuất khẩu của Vĩnh Hoàn sang thị trường Mỹ năm 2024 đạt 3.937 tỷ đồng, tăng 33% so với năm 2023, chiếm 43,8% tổng doanh thu xuất khẩu. Trong đó doanh số quý 4/2024 tăng trưởng mạnh mẽ 74,1% svck do sự tăng trưởng đến từ cả sản lượng và giá bán. Quý 4/2024, do những lo ngại về thuế quan của tổng thống Donald Trump, các nhà nhập khẩu cá tra Mỹ đã gia tăng đơn

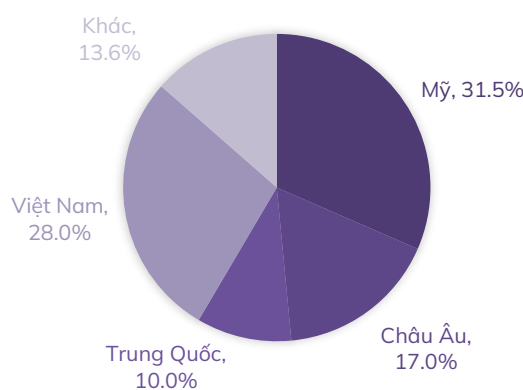
đặt hàng để tích trữ cho mùa lễ hội cũng như đảm bảo không thiếu hụt hàng trong giai đoạn thuế quan của Mỹ vẫn chưa thực sự rõ ràng. Giá cá tra sang Mỹ đã có dấu hiệu phục hồi kể từ đầu năm 2024.

- ✓ EU là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Vĩnh Hoàn với doanh thu năm 2024 đạt 2.117 tỷ đồng (+19% so với năm 2023). Tuy thị trường châu Âu là thị trường khó tính với nhiều quy định nghiêm ngặt nhưng Vĩnh Hoàn với việc tự chủ được 70% nguồn nuôi cùng với việc liên kết chặt chẽ với các hộ nuôi liên kết đã luôn đáp ứng được nhưng quy định khó tính tại thị trường này và giữ được mức tăng trưởng doanh thu tốt tại đây.
- ✓ Trung Quốc là thị trường xuất khẩu lớn thứ ba của Vĩnh Hoàn với doanh thu năm 2024 đạt 1.248 tỷ đồng (+6% so với năm 2023). Tại thị trường này, Vĩnh Hoàn phải chịu sự cạnh tranh cao từ các doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu cá tra, các doanh nghiệp nước ngoài xuất khẩu cá tra vào Trung Quốc và sản phẩm thủy sản nội địa như cá tra và cá rô phi Trung Quốc.

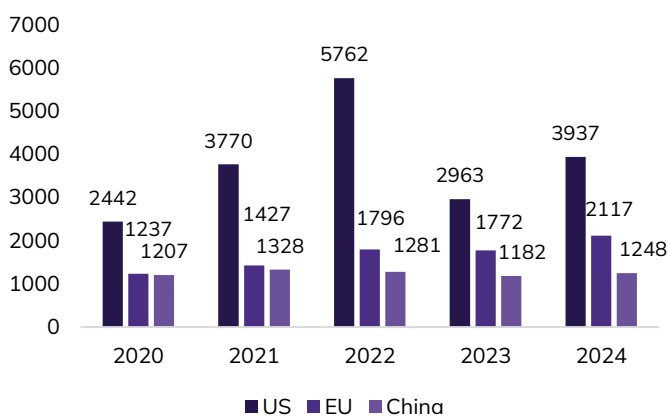
Doanh thu của VHC theo sản phẩm (tỷ đồng)



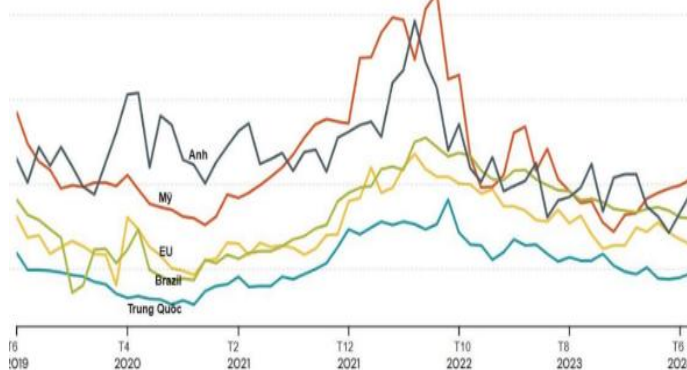
Cơ cấu doanh thu 2024 theo thị trường (%)



Doanh thu của VHC tại thị trường Mỹ, EU và Trung Quốc giai đoạn 2020-2024 (tỷ đồng)



Giá trung bình XK cá tra sang các thị trường chính, 2019-2024 (USD/kg)



Nguồn: VHC, VASEP, ABS Research

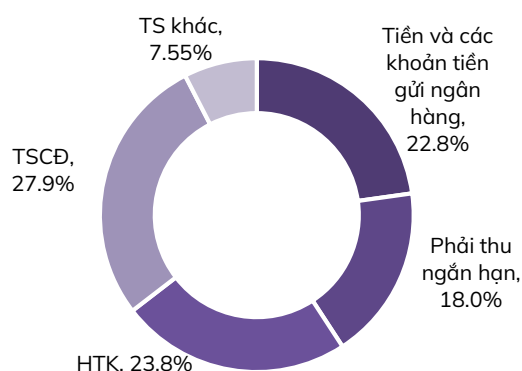
Tình hình tài chính lành mạnh:

- ✓ **Lượng tiền rất dồi dào.** Tiền và tương đương tiền đạt 2.791 tỷ đồng, tăng 29,3% so với đầu năm, chiếm 22,8% TTS. Lượng tiền lớn giúp doanh nghiệp chủ động trong hoạt động sản xuất kinh doanh và chi trả cổ tức bằng tiền đều đặn cho cổ đông. Kể từ năm 2020 đến nay, hàng năm VHC đều chi trả cổ tức bằng tiền 20% cho cổ đông.
- ✓ **Các khoản phải thu ngắn hạn tăng trong khi hàng tồn kho giảm.** Tại thời điểm cuối năm 2024, giá trị các khoản phải thu ngắn hạn đạt 2.207 tỷ đồng (+39,9% so với đầu năm), chiếm 18% TTS, trích lập dự phòng 7 tỷ đồng. Giá trị hàng

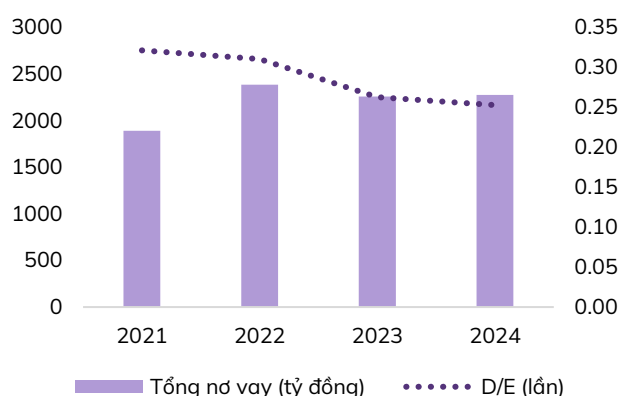
tồn kho đạt 3.158 tỷ đồng (-24,5% svck), chiếm 25,8% TTS, trích lập dự phòng 246,5 tỷ đồng. Trong đó hàng tồn kho thành phẩm và chi phí sản xuất kinh doanh dở dang giảm mạnh, lần lượt đạt 751,8 tỷ đồng (-59,3% svck) và 934,5 tỷ đồng (-37,4% svck), một phần nguyên nhân do VHC bán được nhiều hàng hơn trong năm 2024.

- ✓ **Khoản đầu tư tài chính** chủ yếu vào các cổ phiếu của Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long (NLG), Công ty Cổ phần Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS), Tổng Công ty phát triển Đô Thị Kinh Bắc (KBC) vẫn đang phải trích lập dự phòng 41,8 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2024. Giá gốc của khoản đầu tư là 161,6 tỷ đồng.
- ✓ **Nợ vay tăng nhẹ nhưng vẫn ở mức thấp.** Tổng nợ vay cuối năm 2024 đạt 2.277 tỷ đồng (+0,8% so với đầu năm), toàn bộ là nợ vay ngắn hạn. Tỷ lệ D/E ở mức 0,25 lần. Nợ vay chiếm 18,6% tổng nguồn vốn. Nhìn chung, tỷ lệ D/E của VHC đã giảm liên tục kể từ năm 2021 trở lại đây (năm 2021 là 0,32 lần và cuối năm 2024 là 0,25 lần).

Cơ cấu TTS của VHC tại 31/12/2024 (%)



Quy mô nợ vay và hệ số D/E của VHC



Nguồn: FiinPro, ABS Research

Triển vọng & Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025

✓ Triển vọng

Năm 2025, ngành thủy sản dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt với cơ hội và thách thức đan xen. Theo VASEP, xuất khẩu thủy sản của Việt Nam có thể vượt mốc 10 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng, VHC, với vị thế đầu ngành, sẽ có nhiều cơ hội hơn thách thức do thị trường chính của VHC là Mỹ & VHC có những lợi thế riêng biệt tại thị trường này, trong khi đó sẽ gặp nhiều khó khăn tại thị trường Hồng Kông Trung Quốc.

➤ Những thuận lợi tại thị trường Mỹ:

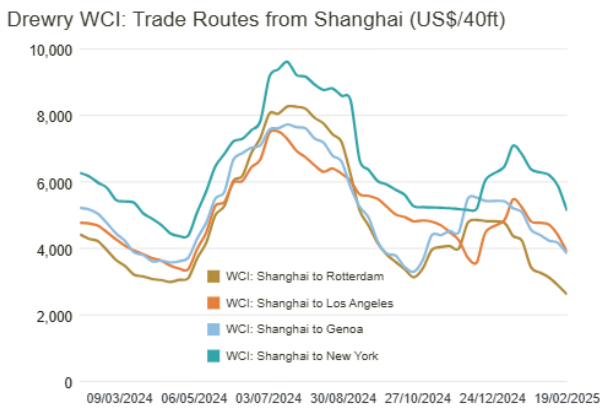
- Thuế quan cá rô phi tăng, cơ hội cho cá tra Việt Nam tại thị trường Hoa Kỳ.
 - Hội nghị Thị trường Thủy Hải sản toàn cầu tổ chức tại California, Mỹ ngày 20-23/1/2025 đã đưa ra các số liệu cho thấy nhập khẩu cá rô phi của Mỹ đã suy giảm đều đặn kể từ năm 2020. Sự giảm sút này vẫn diễn ra trong khi sản lượng cá rô phi toàn cầu vẫn tăng và được dự báo sẽ đạt 16 tỷ pounds vào năm 2025. Sản lượng cá tra được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025 và được coi là sản phẩm thay thế cho cá rô phi tại Mỹ do giá cá tra ổn định và thường thấp hơn giá cá rô phi.
 - Giá cá rô phi từ Trung Quốc vào Mỹ đã tăng trong vòng 2 năm qua do (1) giá cá nguyên liệu và giá thức ăn nuôi cá tăng, (2) thuế quan của Mỹ áp cho hàng hóa Trung Quốc. Việc Mỹ gần đây áp thuế bổ sung 2 lần, mỗi lần 10% đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ làm giá cá rô phi của Trung Quốc vào thị trường này tiếp tục tăng, làm giảm nhu cầu về cá rô phi, từ đó sẽ có thêm cơ hội cho cá tra Việt Nam.
- Lợi thế lớn về thuế chống bán phá giá vào Mỹ so với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra khác:

Ngày 17/1/2025 tại Mỹ, chính phủ Việt Nam và Hoa Kỳ đã đạt được giải pháp song phương để chấm dứt các vấn đề tranh chấp trong vụ việc DS536 tại tổ chức Thương mại thế giới (WTO). Theo thỏa thuận này, Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp duy nhất được loại khỏi phạm vi áp dụng thuế chống bán phá giá khi xuất khẩu cá tra, cá basa vào Mỹ. Quyết định này sẽ giúp Vĩnh Hoàn rộng cửa xuất khẩu cá vào thị trường Mỹ mà không còn bị đe dọa áp thuế chống bán phá giá.

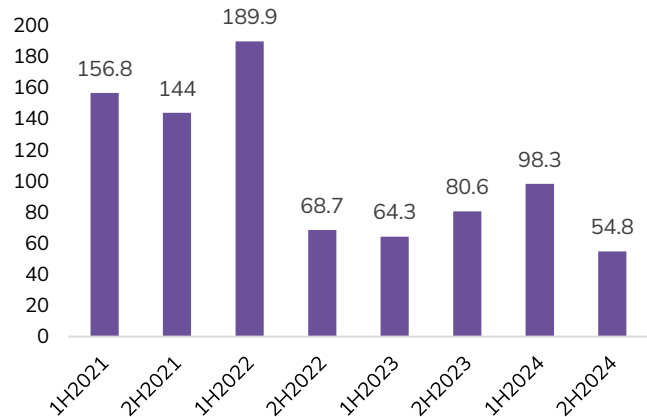
- Chi phí vận chuyển dự báo giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận của VHC do giá cước tàu đi Mỹ đang trong xu hướng giảm:

Chi phí vận chuyển, lưu kho thường chiếm tỷ trọng rất lớn (khoảng 60%) trong chi phí bán hàng của VHC. Trong năm 2024, chi phí này là 153,1 tỷ đồng (+6% svck). Tuy nhiên chi phí này trong nửa cuối năm 2024 đã giảm mạnh -44,3% so với nửa đầu năm 2024, chỉ còn 54,8 tỷ đồng. Nguyên nhân đến từ việc bổ sung thêm tàu trên tuyến thương mại xuyên Thái Bình Dương và tình trạng tắc nghẽn tại các cảng lớn trên thế giới đã được giải quyết triệt để khiến giá cước vận tải biển các tuyến Châu Á đi bờ tây nước Mỹ và Châu Âu đã giảm 20-30% so với trước đó. Giá cước vận chuyển trong năm 2025 dự kiến sẽ vẫn biến động phụ thuộc vào các bất ổn địa chính trị và chính sách thuế quan. Tuy nhiên giá cước được dự đoán sẽ giảm nhẹ so với năm 2024.

Giá cước vận tải biển tuyến Thượng Hải đi Châu Âu và Mỹ



Chi phí vận chuyển, lưu kho và dịch vụ mua ngoài của VHC giai đoạn 2021-2024 (tỷ đồng)



Nguồn: Drewry, ABS Research

➤ Thị trường Trung Quốc:

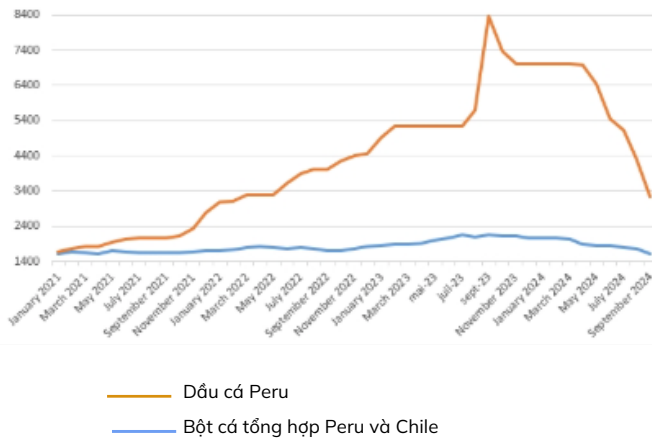
- Giá cá tra tại Trung Quốc đã có xu hướng giảm trong năm 2024. Dự kiến giá cá tra sẽ tiếp tục giảm tại Trung Quốc do phải cạnh tranh với cá rô phi và các loại cá khác.
- Trung Quốc gặp những bất lợi thuế quan tại thị trường Mỹ có khả năng sẽ dẫn đến thị trường nội địa Trung Quốc giảm nhu cầu nhập khẩu cá tra từ thị trường Việt Nam.

➤ Giá đầu vào thức ăn cá được dự báo giảm sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp của VHC

- Giá bột cá và dầu cá giảm nhờ nguồn cung tăng mạnh. Theo dữ liệu của IFFO, giá bột cá và dầu cá được sản xuất từ cá cơm Peru đã giảm mạnh trong năm 2024 do sản lượng đánh bắt cá cơm lớn. Trong đó, giá bột cá siêu hảo hạng tổng hợp Peru và Chile (FOB) tháng 9/2024 được ghi nhận ở mức 1.611 đô la Mỹ/tấn, giảm 25,3% so với cùng kỳ năm trước, giá dầu cá thức ăn chăn nuôi Peru (FOB) tháng 9/2024 được giao dịch ở mức 3.230 đô la Mỹ/tấn, giảm 61,4% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, mùa khai thác cá cơm thứ hai vào cuối năm 2024 tại Peru cũng rất tích cực, kỳ vọng giá bột cá và dầu cá sẽ tiếp tục giảm.
- Nguồn cung đầu nành dự kiến dồi dào trong năm 2025. Theo dự báo mới nhất của FAO ngày 8/11/2024, sản lượng đầu nành niên vụ 2024/25 tăng mạnh so với niên vụ 2023/2024 do kỳ vọng về sản lượng kỷ lục sau khi điều kiện

thời tiết được cải thiện ở Nam Mỹ trong khi đó, dự báo tiêu thụ đậu nành niên vụ 2024/25 tăng tuy nhiên vẫn thấp hơn đà tăng của sản lượng sản xuất, kỳ vọng giá đậu nành cũng sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới.

Giá FOB bột cá và dầu cá (USD/tấn)



Giá hợp đồng tương lai đậu nành (USD/bushel)



Nguồn: IFFO, Investing, ABS Research

- Danh mục đầu tư tài chính dự báo hưởng lợi từ sự ấm lên của thị trường bất động sản, cũng như triển vọng kinh doanh tích cực của các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp, trong đó có KBC. VHC có thể hoàn nhập dự phòng cho các khoản đầu tư tài chính của mình.

✓ **Dự phóng KQKD**

Chúng tôi giả định:

- Giá và sản lượng xuất khẩu sang Mỹ sẽ tăng lần lượt 5% và 20% trong năm 2025, sau đó sản lượng sẽ tiếp tục tăng 5% ở các năm tiếp theo.
- Giá và sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc sẽ giảm 10% và 15% trong năm 2025, sau đó sản lượng xuất khẩu tiếp tục giảm 5% ở các năm tiếp theo.
- Giá và sản lượng xuất khẩu sang Châu Âu sẽ tăng 3% và 5% trong năm 2025, sau đó sản lượng xuất khẩu tiếp tục tăng 5% ở năm tiếp theo.

Chúng tôi dự phóng DTT & LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2025F của VHC dự kiến đạt 13.566 tỷ đồng (+8,2% svck) và 1.429 tỷ đồng (+15,8% svck). EPS và BVPS 2025F dự kiến đạt 6.367 đ/cp và 42.473 đ/cp, tương ứng 2025F P/E và P/B đạt 11,3x và 1,7x tại mức giá giao dịch hiện tại.

Bảng dự phóng doanh thu các mảng kinh doanh của VHC

Doanh thu thuần (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Cá tra fillet	5.537	6.950	8.004	8.322
Phụ phẩm	1.679	1.850	1.906	1.963
Collagen & Gelatin	724	773	796	836
Bánh phồng & Gạo	457	701	722	758
GTGT	131	145	149	157
Khác	1.505	2.116	1.989	1.969
Tổng cộng	10.033	12.535	13.566	14.005
%YoY	-24,2%	24,9%	8,2%	3,2%

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu VHC theo 2 phương pháp:

- ✓ Phương pháp so sánh P/E & P/B.
- ✓ Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF.

Một số giả định khác:

- ✓ Chúng tôi giả định công ty không tiến hành tăng vốn.
- ✓ Chúng tôi giả định công ty vẫn giữ mức cổ tức bằng tiền đều đặn 20%/năm tính trên mệnh giá.

Phương pháp so sánh P/E, P/B

P/E mục tiêu là 13,0x, xét trên tốc độ tăng trưởng EPS bình quân trong giai đoạn 5 năm tới cũng như vị thế đầu ngành của VHC.

P/B mục tiêu là giá trị bình quân 5 năm của doanh nghiệp ở mức 1,85x.

Giá theo phương pháp P/E là 82.773 đ/cp, theo phương pháp P/B là 78.594 đ/cp.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro được giả định bằng lãi suất TPCP kì hạn 10 năm là 3,1%. Phần bù rủi ro thị trường là 8,35%. Beta cổ phiếu là 1,1. Khi đó lợi suất yêu cầu của chủ sở hữu được tính ra là 12,6%. Với chi phí vốn nợ 4,4%, WACC được tính ra là 10,8%

Giá theo phương pháp FCFF là 93.572 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	3,1%
Phần bù rủi ro thị trường	8,35%
Beta	1,1
WACC	10,8%
Tăng trưởng dài hạn	1%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
FCFF	93.572	35%
P/E	82.773	30%
P/B	78.594	35%
Giá trung bình (đồng/cp)	85.300	

Khuyến nghị: giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 85.300 đồng, tương ứng tiềm năng tăng giá +18,0% so với giá hiện tại, do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC.

- ✓ Rủi ro đầu tư:
 - Sản lượng xuất khẩu và giá xuất khẩu sang các nước thấp hơn dự phóng.
 - Chiến tranh thương mại khiến giá vận chuyển tăng cao.
- ✓ Cơ hội đầu tư:
 - Sản lượng và giá xuất khẩu sang các nước cao hơn dự phóng.

PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ CÁC CHỈ SỐ CHÍNH CỦA VHC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	10.033	12.535	13.566	14.005
Giá vốn hàng bán	-8.540	-10.644	-11.484	-11.854
Lợi nhuận gộp	1.493	1.891	2.082	2.151
Doanh thu tài chính	377	428	473	571
Chi phí tài chính	-229	-222	-225	-213
Chi phí bán hàng	-216	-293	-310	-327
Chi phí QLDN	-308	-346	-374	-386
Lợi nhuận từ HĐKD	1.118	1.461	1.653	1.817
Lãi/Lỗ khác	27	35	38	39
Lợi nhuận trước thuế	1.145	1.496	1.691	1.856
Lợi nhuận sau thuế	974	1.311	1.481	1.626
LNST cổ đông Công ty mẹ	919	1.234	1.429	1.557

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
LCT thuần từ HĐKD	547	2.113	2.088	2.083
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-793	-863	-1.586	-1.313
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	-73	-912	-607	-973
LCT thuần trong kỳ	-319	338	-105	-202
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	553	233	570	465
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	233	570	465	263

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	2,44	2,58	2,73	3,23
Khả năng thanh toán nhanh	1,20	1,60	1,74	2,06
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,71	0,91	1,08	1,29
Khả năng thanh toán lãi vay	0,01	-0,17	-0,44	-0,68
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,72	0,73	0,74	0,78
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,28	0,27	0,26	0,22
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,26	0,25	0,21	0,15
Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	64,77	47,96	51,13	51,51
Số ngày phải trả	16,16	9,95	10,91	13,89
Số ngày tồn kho	140,63	114,45	93,84	93,66
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,9%	15,1%	15,3%	15,4%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	11,3%	11,4%	11,6%	12,1%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	9,7%	10,5%	10,9%	11,6%
ROE	12,0%	14,9%	15,7%	15,6%
ROA	8,3%	10,8%	11,6%	11,9%
ROIC	10,4%	12,4%	13,2%	13,6%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	233	570	465	263
+ Đầu tư ngắn hạn	2.069	2.340	3.037	3.411
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.578	2.207	2.133	2.203
+ Hàng tồn kho	3.763	2.911	2.994	3.090
+ Tài sản ngắn hạn khác	245	213	244	257
Tài sản ngắn hạn	7.888	8.241	8.874	9.223
+ Các khoản phải thu dài hạn	3	3	3	3
+ Tài sản cố định	3.383	3.415	3.742	3.992
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dở dang dài hạn	160	115	182	250
+ Đầu tư dài hạn	67	69	19	19
+ Tài sản dài hạn khác	441	405	474	470
Tài sản dài hạn	4.054	4.008	4.422	4.734
Tổng Tài sản	11.943	12.249	13.296	13.958
+ Vay ngắn hạn	2.157	2.277	1.982	1.454
+ Phải trả người bán	309	272	415	488
+ Nợ ngắn hạn khác	767	645	848	914
Nợ ngắn hạn	3.233	3.193	3.245	2.855
+ Vay dài hạn	102	0	137	141
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	17	54	10	10
Nợ dài hạn	119	54	147	152
Tổng nợ phải trả	3.351	3.247	3.392	3.007
+ Vốn cổ phần	1.870	2.245	2.245	2.245
+ Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264	264
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	6.213	6.175	7.025	8.003
+ Quỹ khác	244	319	371	439
Vốn chủ sở hữu	8.591	9.002	9.904	10.951
Tổng cộng nguồn vốn	11.943	12.249	13.296	13.958

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	-24,2%	24,9%	8,2%	3,2%
Tăng trưởng LNST	-50,7%	30,7%	13,0%	9,8%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	-51,6%	34,6%	13,0%	9,8%
Tăng trưởng EPS	-51,3%	10,2%	5,1%	9,8%
Tăng trưởng VCSH	2,0%	20,0%	0,0%	0,0%
Tăng trưởng Tổng tài sản	3,1%	2,6%	8,5%	5,0%

Định giá (lần)	2023	2024	2025F	2026F
P/E	14,8	11,2	10,6	9,7
P/B	1,5	1,6	1,4	1,3
EPS	4.963	5.996	6.367	6.937
BVPS	44.629	38.685	42.473	46.831
EV/EBITDA	7,7	8,1	6,8	5,9
EV/Sales	1,3	1,3	1,2	1,1

Nguồn: VHC, ABS Research

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

Khuyến nghị cổ phiếu

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Dầu khí, Điện, Hóa chất

Lê Thị Kim Huệ - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Nguyễn Xuân Hải - Chuyên viên

Email: hai.nguyensexuan@abs.vn

Hàng và Dịch vụ Công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: duyen.nguyenthiky@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Kiều Thị Thanh Thư - Chuyên viên

Email: thu.kieuthithanh@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng xuất khẩu, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminhh@abs.vn



TRỌN VỊN TRẢI NGHIỆM ĐẦU TƯ

Tư hào
**NHẬN CÚ ĐÚP
GIẢI THƯỞNG**



**BEST NEW STOCK TRADING APP
ABS INVEST - VIET NAM 2024**

ỨNG DỤNG GIAO DỊCH CỔ PHIẾU MỚI
TỐT NHẤT VIỆT NAM



**BEST SECURITIES HOUSE FOR RESEARCH
IN VIET NAM 2024**

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT
VIỆT NAM VỀ PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ



Trải nghiệm ngay
ABS Invest tại đây