

THEO DÕI

Giá mục tiêu 2024: **71.100 VND (▲3%)**

Cập nhật: 26/02/2024

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Nhu cầu tiêu thụ cá tra phục hồi ở các thị trường xuất khẩu từ Q2.2024.

Tiêu cực: Tín hiệu phục hồi chưa rõ ràng, tốc độ cải thiện giá cá tra còn yếu. Căng thẳng khu vực Biển Đỏ khiến giá vận tải biển duy trì cao.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá **58.500 – 60.000 VND/cp**.



Nguồn: FiinPro

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Thủy sản
Giá hiện tại (VND/cp)	69.100
Vốn hóa (Tỷ VND)	14.724
Số lượng CPLH (triệu cp)	224,4
EPS 4 quý gần nhất	4.880
P/E (06/02/2024)	14,x
Cao nhất 52 tuần	86.300
Thấp nhất 52 tuần	55.300

VHC

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn

DSC

TỔNG QUAN

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp hoạt động trong ngành thủy sản, chuyên nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu cá tra và các mặt hàng giá trị gia tăng từ cá tra. Công ty có lợi thế về nguồn cung cấp nguyên liệu với vị trí nằm tại Đồng Tháp - một trong những vùng có môi trường và điều kiện tốt nhất để nuôi cá tra.

Sở hữu chuỗi giá trị khép kín tự chủ gần như toàn phần, VHC là doanh nghiệp đầu ngành và luôn giữ vững vị thế top 1 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ. Đây cũng là doanh nghiệp đầu tiên ở Việt Nam thành công sản xuất Collagen và Gelatin từ da cá tra.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Giá cước vận tải biển tăng ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận

Căng thẳng ở khu vực Biển Đỏ đầu năm nay là một trong những thách thức đối với các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam.

Giá cước vận tải biển từ Việt Nam đi các cảng bờ Đông nước Mỹ đã tăng từ 58-73% kể từ T12.2023, dao động ~4.100-4.500 USD/container 40 feet. Xuất khẩu thủy sản Việt Nam dự kiến sẽ phải đi vòng, hành trình bị kéo dài 7-10 ngày sẽ làm tăng chi phí, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận và sức cạnh tranh của cá tra tại thị trường Mỹ.

Giá xuất khẩu giảm, sức tiêu thụ yếu

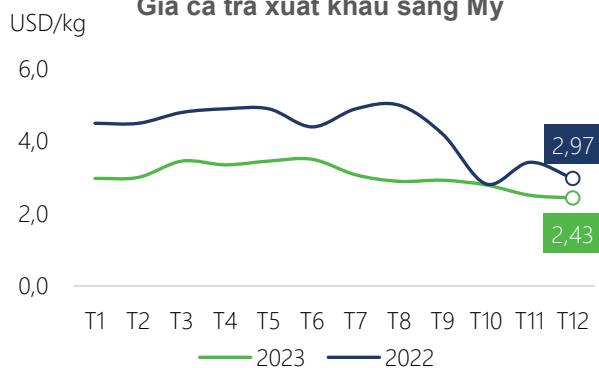
Lũy kế cả năm 2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam ghi nhận 1,8 tỷ USD, giảm 25% svck 2022. Nhu cầu tiêu dùng thấp khiến xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 20% svck. Với thị trường Mỹ, kim ngạch xuất khẩu cá tra năm 2023 giảm tới một nửa so với năm 2022, chỉ đạt 271 triệu USD.

Giá bán cá tra hiện nay tuy đã tăng nhẹ nhưng vẫn đang ở mức thấp svck, ở thị trường Trung Quốc cá tra đông lạnh có giá trung bình là 2,09 USD/kg, trong khi giá xuất khẩu sang thị trường Mỹ dao động quanh mức 2,49 USD/kg.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra sang Mỹ



Giá cá tra xuất khẩu sang Mỹ



Nguồn: Vasep, Agromnitor

Nhìn chung, cả giá bán và sản lượng xuất khẩu cá tra đều giảm sâu so với năm 2022. Cuộc chiến Nga-Ukraine đã làm trầm trọng hơn tình hình suy thoái kinh tế toàn cầu. Đặc biệt là tại Mỹ - thị trường chính của VHC, lạm phát kéo dài và tình trạng thất nghiệp gia tăng khiến người dân giảm chi tiêu, dẫn đến mặt hàng cá tra tiêu thụ chậm, lượng tồn kho cao. Chỉ số Sức khỏe nhà hàng Mỹ vẫn trong đà giảm, rơi xuống 99,8 điểm vào T12.2023. Các yếu tố trên đã khiến quốc gia này giảm nhập khẩu cá tra từ cuối 2022 đến nay.

Dự báo xuất khẩu cá tra sẽ phục hồi tốt hơn kể từ Q2.2024 với kỳ vọng nhu cầu ăn uống cải thiện, bán lẻ phục hồi và giá xuất khẩu cá tra đang có tín hiệu tạo đáy.

KẾT QUẢ KINH DOANH

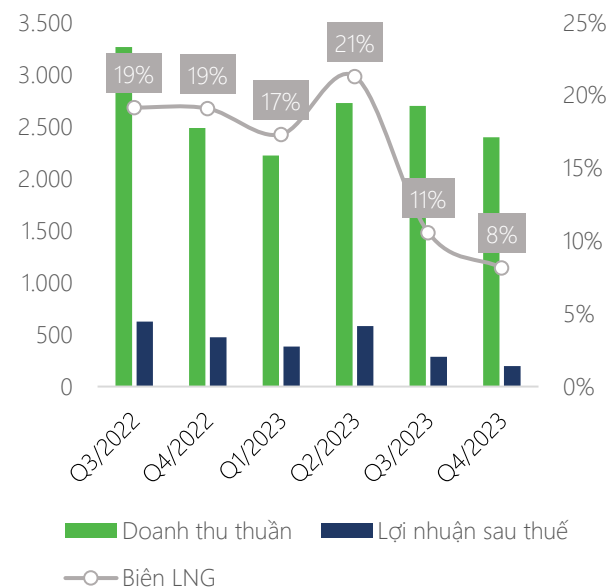
Kinh doanh gặp khó, lợi nhuận chia đôi

Q4.2023, doanh thu thuần của VHC ghi nhận 2.396 tỷ, giảm 4% svck. Giá vốn hàng bán tăng nhẹ khiến cho lợi nhuận gộp chỉ đạt 195 tỷ (-59% YoY), biên lợi nhuận cũng bị thu hẹp còn 8%.

Chi phí tài chính được doanh nghiệp tiết giảm còn 37 tỷ đồng, các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cũng giảm svck. Sau khi khấu trừ các khoản chi phí, lợi nhuận sau thuế của VHC giảm mạnh còn 66 tỷ đồng (-67% YoY).

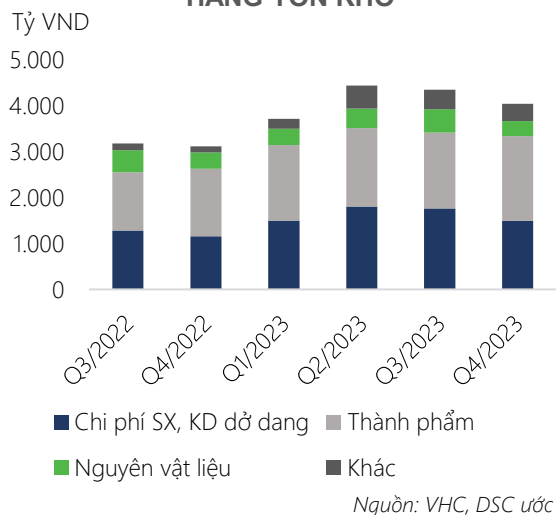
Lũy kế cả năm, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC đạt lần lượt 10.039 tỷ (-24% YoY) và 950 tỷ (-53% YoY). Như vậy VHC mới chỉ hoàn thành 95% mục tiêu lợi nhuận năm. Bức tranh kinh doanh kém sắc so với năm 2022 do sản lượng và giá xuất khẩu cá tra giảm xuống mức thấp. Dự kiến KQKD của VHC sẽ được cải thiện và phục hồi mạnh mẽ từ Q2.2024 nhờ nhu cầu tiêu thụ và giá bán tăng trở lại.

KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: VHC, DSC ước tính

HÀNG TỒN KHO

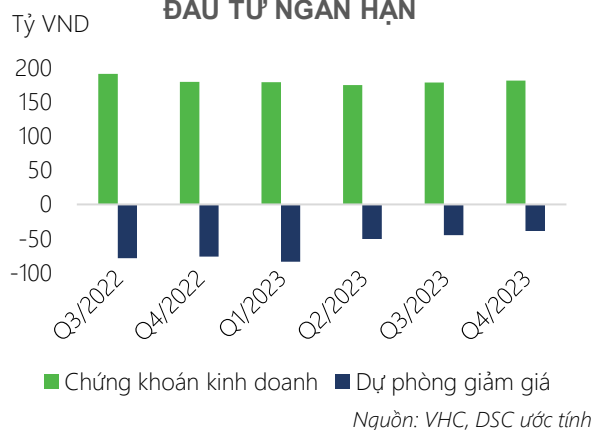


Hàng tồn kho tăng do tiêu thụ kém

Tại ngày 31/12/2023, tổng tài sản của VHC đạt 11.806 tỷ, tăng khoảng 300 tỷ so với đầu năm. Trong đó đáng chú ý là hàng tồn kho tăng 905 tỷ (+33% YoY), đạt 3.618 tỷ. Đây là mức khá cao bởi các năm trước hàng tồn kho của VHC thường duy trì dưới mức 3.000 tỷ. VHC đã tồn kho lượng thành phẩm ở mức khá cao trong năm qua. Nhu cầu tiêu thụ yếu ớt khiến cho hàng tồn kho của VHC có xu hướng tăng kể từ Q4.2022.

Bên cạnh đó, Tài sản cố định của VHC đã tăng 557 tỷ trong 2023, Tài sản dở dang dài hạn giảm mạnh 403 tỷ. Nhiều khả năng đây là khoản đầu tư thêm một dây chuyền sản xuất Gelatin và cải tạo nhà máy tại CT Vĩnh Hoàn Collagen.

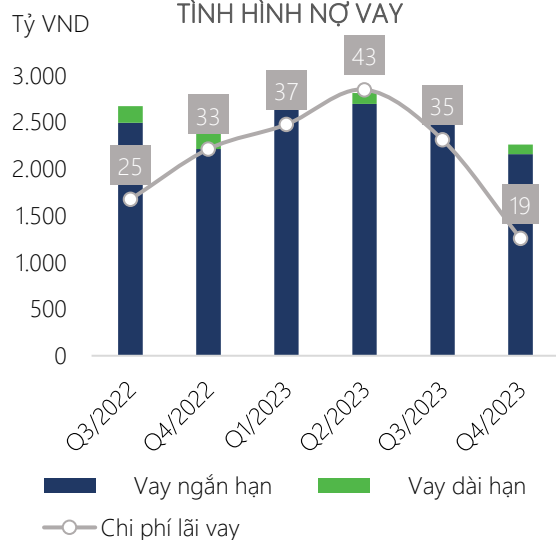
ĐẦU TƯ NGẮN HẠN



Kinh doanh chứng khoán nếm trái đắng

VHC đã đầu tư thêm 3 tỷ vào danh mục chứng khoán kinh doanh trong Q4.2023. Hiện nay VHC đang nắm giữ các cổ phiếu bất động sản NLG, DXS và KBC với tổng giá trị gốc là 181 tỷ đồng. Trong khi đó, giá trị hợp lý của lượng cổ phiếu này tại ngày 31/12/2023 ghi nhận 142 tỷ, tương đương giảm 22% so với giá gốc. Tuy khoản dự phòng giảm giá đã giảm so với các quý trước, việc đầu tư chứng khoán đang không có hiệu quả khi VHC đã phải liên tục trích lập dự phòng trong 8 quý liên tục.

TÌNH HÌNH NỢ VAY



Tài chính tương đối lành mạnh, giảm vay nợ

Năm 2023, tổng nợ phải trả của VHC đã giảm 17% xuống còn 3.239 tỷ. Trong đó phần lớn là vay ngắn hạn ghi nhận 2.157 tỷ, vay dài hạn giảm 58% còn 102 tỷ. Bức tranh tài chính của VHC khá lành mạnh với khả năng thanh toán nhanh duy trì trên mức 1 lần và tỉ lệ nợ/vốn chủ sở hữu dưới mức 0,5 lần, đây là mức đòn bẩy an toàn.

Việc giảm nợ vay cũng giúp chi phí lãi vay trong Q4.2023 giảm mạnh xuống còn 19 tỷ. Tuy nhiên, trong bối cảnh lượng thành phẩm còn tồn đọng nhiều, việc giảm vay sẽ ảnh hưởng đến dòng vốn lưu động của VHC. Dự kiến nợ vay ngắn hạn sẽ tăng trở lại khi tình hình xuất khẩu phục hồi mạnh mẽ hơn kể từ Q2.2024.

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Trong giai đoạn 2020-2022, VHC duy trì mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức 20%. Tuy nhiên, năm 2022 bên cạnh việc trả cổ tức bằng tiền mặt, VHC trả cổ tức bằng cả cổ phiếu với tỷ lệ 20% với mục đích tăng vốn điều lệ.

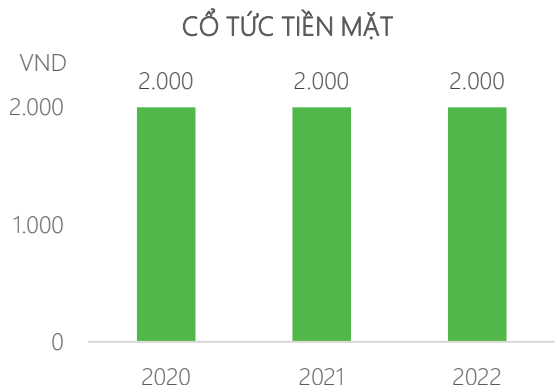
Định giá

P/E của VHC tại giá đóng cửa ngày 26/02/2024 đạt 14,x lần, cao hơn so với mức P/E trung bình 3 năm (10,x lần) và cao hơn trung bình ngành (16,12 lần).

Dự phóng kết quả kinh doanh

Với dự báo nhu cầu tiêu thụ phục hồi mạnh mẽ hơn tại các thị trường xuất khẩu kể từ Q2.2024, DSC thận trọng dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC năm 2024 đạt lần lượt 11.445 tỷ (14% YoY) và 1.476 tỷ (+55% YoY).

EPS 2024F dự kiến đạt 6.580 VND/cp. Sử dụng mức P/E hợp lý là 10,x lần, giá mục tiêu của VHC 2024 là 71.100 VND/cp, **upside 3%** so với giá đóng cửa ngày 26/02/2024.



Nguồn: VHC, DSC ước tính

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	13.329	10.039	11.445
Tăng trưởng DTT	+46%	-24%	14%
Lợi nhuận sau thuế	2.015	950	1.476
Tăng trưởng LNST	+82%	-53%	55%
EPS (VND/cp)	10.266	4.880	6.580

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: FiinPro

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Lê Trần Khánh Linh,
Chuyên viên Phân tích
linh.ltk@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn