

MUA

Giá mục tiêu 2024: **81.600 VND**
Upside: **18%**
Cập nhật: 16/08/2024

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: (1) Sản lượng hồi phục tại thị trường Mỹ; (2) Chi phí đầu vào giảm theo giá thức ăn chăn nuôi.

Tiêu cực: Giá bán chưa hồi phục do nhu cầu từ Trung Quốc chưa trở lại mức bình thường.

Rủi ro: Tình hình kinh tế các thị trường lớn như Mỹ, Trung Quốc, EU không hồi phục như kì vọng.

	Q2/2023	Q2/2024	2024F
DTT	2.724	3.196	13.398
% YoY	-36%	17%	34%
LNST	457	336	1.191
% YoY	-43%	-26%	22%

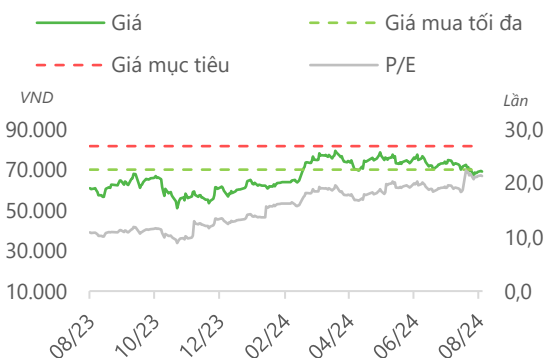
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

VHC là doanh nghiệp hàng đầu ngành cá tra với lợi thế chuỗi giá trị khép kín tự chủ gần như toàn phần, VHC 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.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Nuôi trồng nông & hải sản
Giá hiện tại:	69.000 VND
Vốn hóa:	15.487 tỷ VND
Số lượng CPLH:	224,5 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	3.235 VND
P/E:	21,3 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	20,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	0,0%



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

VHC

CTCP Vĩnh Hoàn

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của VHC sẽ có sự hồi phục đáng kể, động lực chủ yếu từ thị trường Mỹ, doanh thu thuần đạt 13.398 tỷ, LNST đạt 1.191 tỷ.

DSC sử dụng phương pháp DCF, trong đó, chúng tôi chiết khấu dòng tiền FCFF với dự phóng tới năm 2028, đối với giá trị vĩnh viễn từ 2028 trở đi, chúng tôi sử dụng phương pháp P/E với P/E mục tiêu là 10,5 lần (tương đương trung bình 5 năm) do tính biến động chu kì của mô hình kinh doanh. DSC xác định giá mục tiêu 2024 cho VHC là 81.600 VND/cp.

DSC khuyến nghị, nhà đầu tư có thể giải ngân cổ phiếu ở vùng giá an toàn khoảng 65.000 - 70.000 VND.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thị trường Mỹ có thể tăng trưởng mạnh mẽ hơn

Thị trường Mỹ đã có sự hồi phục khá tốt về mặt sản lượng từ nền thấp của năm 2023. Tuy nhiên, DSC cho rằng, thị trường này vẫn đang trong vị thế đáy, và còn nhiều dư địa tăng trưởng mạnh từ cuối năm 2024 với yếu tố quan trọng là (1) FED cắt giảm lãi suất khi lạm phát hạ nhiệt, (2) Tồn kho không còn là vấn đề khi đã duy trì mức thấp sau khoảng thời gian khó khăn.

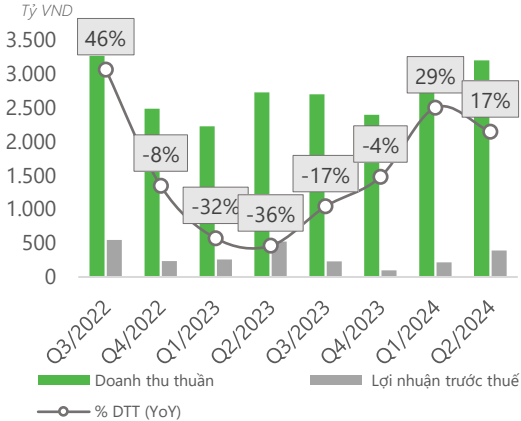
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh tốt về lượng nhưng kém hơn về chất

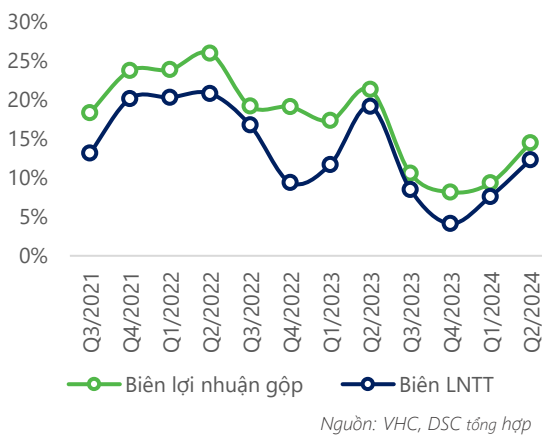
Nhờ sự khởi sắc từ thị trường Mỹ, kết quả kinh doanh của VHC tiếp tục tăng trưởng so với quý trước. Trong đó, doanh thu đạt 3.196 tỷ (+17% yoy), lợi nhuận trước thuế đạt 393 tỷ (-25% yoy) do giá bán thấp hơn cùng kỳ. Trong đó, doanh thu cá tra phi lê đông lạnh đạt khoảng 2.200 tỷ (-17% yoy), đóng góp chủ yếu bởi thị trường Mỹ với việc sản lượng phục hồi 30% yoy bù vào mức giảm -14% yoy của giá bán.

Lũy kế 6 tháng đầu năm, doanh thu đạt 6.051 tỷ (+21% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 525 tỷ (-23% yoy), lần lượt đạt 53% và 52% kế hoạch năm 2024.

KẾT QUẢ KINH DOANH



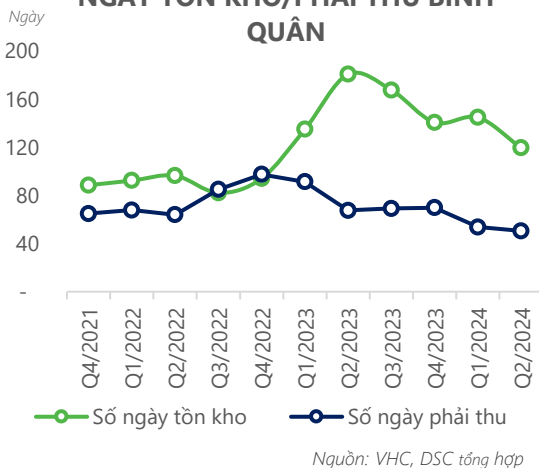
BIÊN LỢI NHUẬN



Biên lợi nhuận trên đường trở lại

Dễ thấy, mặc dù có sự tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ, biên lợi nhuận của VHC vẫn thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ. Tuy nhiên, trong bối cảnh giá cá xuất khẩu ở hầu hết các thị trường lớn như Mỹ, EU, Trung Quốc đều không khởi sắc, thậm chí đi xuống, trung bình khoảng -5% yoy, biên lợi nhuận của doanh nghiệp vẫn đang trên xu hướng phục hồi khá rõ rệt bắt đầu từ năm 2024 nhờ chi phí giá vốn. Theo đó, chi phí thức ăn chăn nuôi (chiếm khoảng 70% giá vốn mảng cá tra phi lê) đã giảm khoảng 10% yoy. DSC kỳ vọng, giá thức ăn chăn nuôi sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2024 khi độ hồi phục của giá bán cá tra nguyên liệu là không đủ hấp dẫn cho hộ nhỏ lẻ mở lại ao nuôi, giúp biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện khi giá bán hồi phục.

NGÀY TỒN KHO/PHẢI THU BÌNH QUÂN



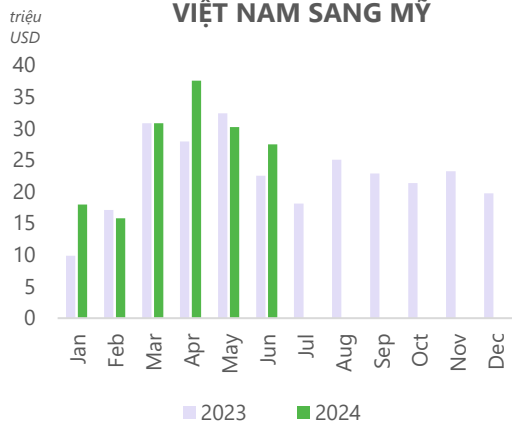
Quản trị tồn kho hiệu quả

Số ngày tồn kho bình quân đã giảm khá mạnh kể từ khi xác lập đỉnh 181 ngày vào quý 2 năm 2023, hiện đạt mức 120 ngày, gần như thấp nhất trong nhóm các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành. Điều này thể hiện nỗ lực tái cơ cấu lại hàng tồn kho trong thời gian vừa qua của VHC là hiệu quả, từ đó đẩy nhanh tiến trình bán hàng và thu tiền tốt hơn, hạn chế rủi ro bị chiếm dụng vốn. DSC kỳ vọng, số ngày hàng tồn kho của doanh nghiệp sẽ giao động quanh mức 100-140 trong giai đoạn 3 năm tới.

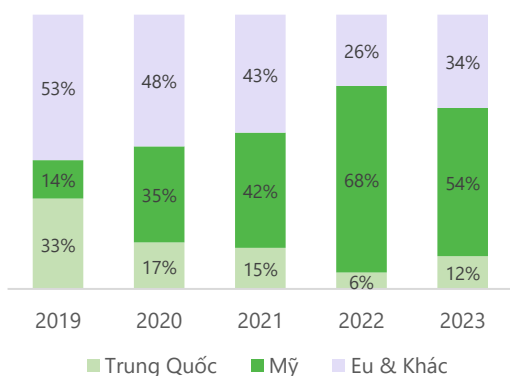
LUẬN ĐIỂM:

Thị trường Mỹ có thể tăng trưởng mạnh mẽ hơn

KIM NGẠCH XUẤT KHẨU CÁ TRA VIỆT NAM SANG MỸ



TỶ TRỌNG GIÁ TRỊ XUẤT KHẨU CÁC THỊ TRƯỜNG CỦA VHC



Nguồn: VHC, DSC tổng hợp

CHỈ SỐ HOẠT ĐỘNG NHÀ HÀNG MỸ



Nguồn: NRA

VHC

CTCP Vĩnh Hoàn

DSC

Số liệu xuất khẩu khởi sắc trong nửa đầu năm

Tính trên 6 tháng đầu năm, tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam đạt 918 triệu USD (+5% yoy). Mức tăng khá khiêm tốn so với kì vọng này là hệ quả của những tác động trái chiều của nhóm thị trường lớn. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc chỉ đạt 258 triệu USD (-8% yoy) do nền kinh tế tiêu dùng bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi tác động tiêu cực kéo dài của ngành bất động sản. Bù lại, thị trường Mỹ cho thấy dấu hiệu khả quan hơn đáng kể, đạt kim ngạch 160 triệu USD (+14% yoy).

Với việc tập trung xuất khẩu chủ yếu sang Mỹ, kết quả kinh doanh của VHC có sự hồi phục mạnh mẽ hơn nhóm các doanh nghiệp trên sàn, tăng trưởng doanh thu 6 tháng đầu năm của VHC đạt 22,3%, cao hơn đáng kể so với ANV (0%) và IDI (0%).

Hơn nữa, theo số liệu mới nhất tháng 7, doanh thu mảng cá tra đạt 608 tỷ (+54% yoy, 24% mom), trong đó, lực đẩy vẫn tiếp tục đến từ thị trường Mỹ, với doanh thu 384 tỷ (+92% yoy, +44% mom). Điều này tiếp tục tái khẳng định tiềm năng tăng trưởng rõ rệt từ thị trường Mỹ trong năm nay.

Kì vọng nới rộng tốc độ tăng trưởng

DSC kì vọng thị trường Mỹ sẽ tiếp tục có mức độ hồi phục tốt hơn trong nửa cuối năm 2024, trong bối cảnh lạm phát kinh tế Mỹ đã có dấu hiệu hạ nhiệt, kéo theo việc cắt giảm lãi suất, nới lỏng nền kinh tế trở lại của Fed.

Mặt khác, chỉ số hoạt động nhà hàng tại Mỹ đã có dấu hiệu chững đả giảm bắt đầu từ năm 2024 có thể coi là một dấu hiệu tốt, nhất là khi tỷ lệ những hộ kinh doanh nhà hàng đặt kì vọng tích cực với 6 tháng tiếp theo lên cao nhất từ tháng 9/2023 (theo NRA).

DSC kì vọng, doanh thu xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ của VHC năm 2024 đạt 5.074 tỷ (+17% yoy), với sản lượng tăng 20% yoy và giá bình quân đi ngang.

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của VHC sẽ có sự hồi phục đáng kể, động lực chủ yếu từ thị trường Mỹ, doanh thu thuần đạt 13.398 tỷ, LNST đạt 1.191 tỷ, lần lượt tích cực hơn 17% và 19% so với kế hoạch của BLĐ. Với giả định chính là: (1) Sản lượng xuất khẩu sang Mỹ tăng 20% yoy và giá bán trung bình sang Mỹ giảm -2% yoy, (2) Tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu của Mỹ, Trung Quốc, EU gộp cùng thị trường khác lần lượt là 50%, 10%, 33%.

Định giá

DSC sử dụng phương pháp DCF, trong đó, chúng tôi chiết khấu dòng tiền FCFF với dự phóng tới năm 2028, đối với giá trị vĩnh viễn từ 2028 trở đi, chúng tôi sử dụng phương pháp P/E với P/E mục tiêu là 10,5 lần (tương đương trung bình 5 năm) do tính biến động chu kỳ của mô hình kinh doanh. DSC xác định giá mục tiêu 12 tháng cho VHC là 81.600 VND/cp.

Thống kê báo cáo phân tích trong 6 tháng gần nhất của các CTCK đối với cổ phiếu VHC, giá mục tiêu bình quân là 79.000 VND/ cổ phiếu.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	13.231	10.033	13.398
% DTT (YoY)	46%	-24%	34%
Lợi nhuận gộp	2.976	1.493	1.988
Lợi nhuận sau thuế	2.013	974	1.191
% LNST (YoY)	82%	-52%	22%

Định giá	Giá trị hợp lý
P/E 2028~	16.109 Tỷ VND
P/E mục tiêu 2028~	10,5 lần
FCFF 2024-2028	2.588 Tỷ VND
Giá trị hợp lý	18.697 Tỷ VND
Tiền	2.423 Tỷ VND
Nợ vay	-2.813 Tỷ VND
SLCPLH	224 Triệu
Giá mục tiêu	81.600 VND

BIỂU ĐỒ GIÁ



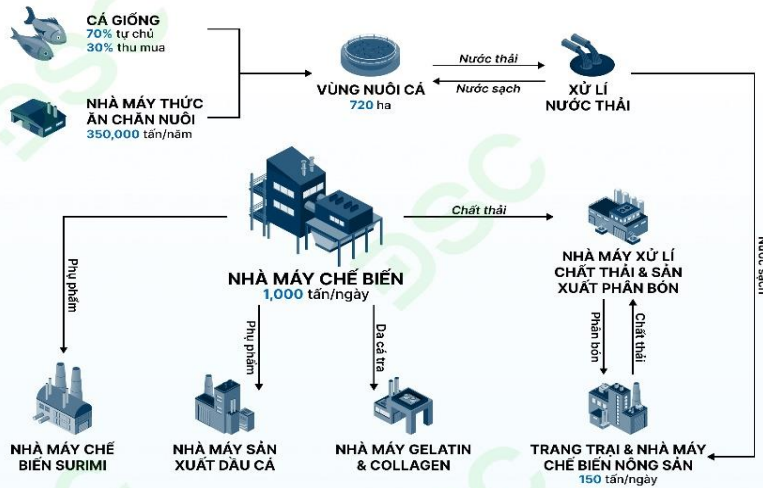
Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

MÔ HÌNH KINH DOANH

MÔ HÌNH KINH DOANH CTCP VĨNH HOÀN (VHC)



ĐẦU VÀO & SẢN XUẤT



ĐẦU RA

THÀNH PHẨM CÁ TRA
Cá tra fillet
400,000 tấn/năm
65% doanh thu

CHĂM SÓC SỨC KHỎE
Sản phẩm từ Gelatin & Collagen
2,000 tấn/năm
7% doanh thu

PHỤ PHẨM
Dầu cá, mỡ động vật, bột cá,...
18% doanh thu

GIÁ TRỊ GIA TĂNG
Tôm surimi, thành cua,...
5,000 tấn/năm
3% doanh thu

SẢN PHẨM KHÁC
Hoa quả sấy, bánh phồng, phân bón,...
7% doanh thu

PHÂN PHỐI



PHÒNG PHÂN TÍCH DSC

MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG NGÀNH

CHUỖI GIÁ TRỊ CUNG ỨNG

NGÀNH THỦY SẢN

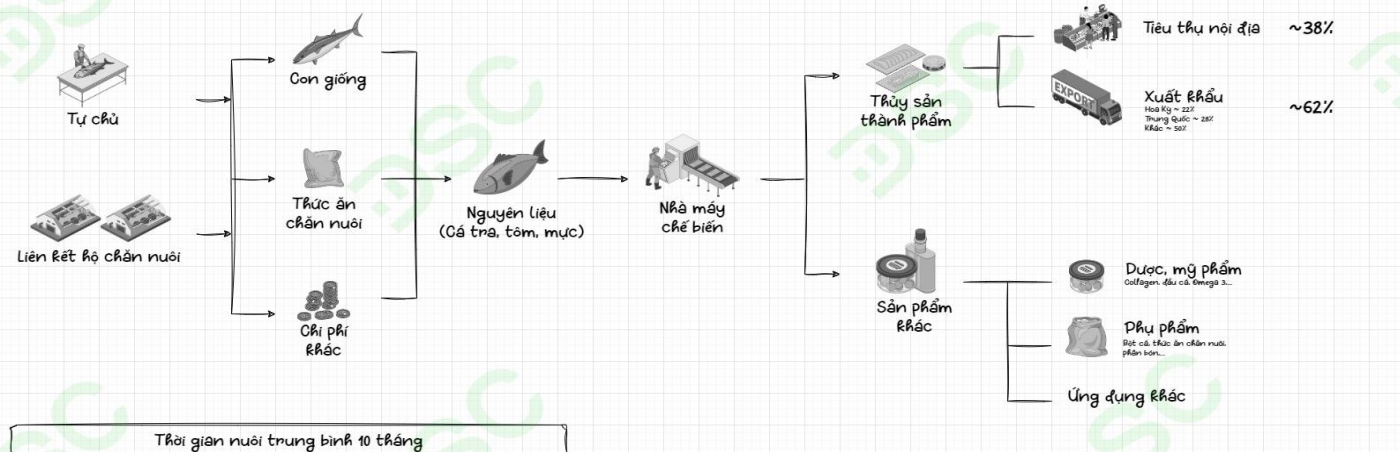
VHC, ANI, IDI, FMC, CMX,...

Phòng phân tích DSC

HOẠT ĐỘNG NUÔI TRỒNG

THU MUA, CHẾ BIẾN, ĐÓNG GÓI

THƯƠNG MẠI



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

Nguyễn Vũ Thái Sơn,

Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn