

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

Phục hồi tốt nhất so với toàn ngành

- Doanh thu cá tra tăng +32.6% n/n và +10.9% q/q
- Biên LN gộp đạt mức 17.6% (tăng +7.1% n/n/ +3% q/q)
- Duy trì khuyến nghị MUA đối với VHC

Điểm sáng đến từ thị trường Mỹ

Trong 3Q24, VHC ghi nhận doanh thu đạt 3,278 tỷ đồng (tăng +21.5% n/n/ +2.6% q/q), hầu hết các mảng kinh doanh của VHC đều tăng trưởng trong 3Q24 (Hình 1, 2). Trong đó, mảng cá tra đạt 1,912 tỷ đồng (tăng +32.6% n/n/ +10.9% q/q):

- Sản lượng xuất khẩu:** Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng xuất khẩu cá tra đạt 25.4 triệu tấn (tăng +22.1% n/n/ giảm -0.01% q/q). Hoạt động xuất khẩu sang các thị trường chủ lực tiếp tục tăng trưởng tốt, trong đó: Mỹ (tăng +36.1% n/n); EU (tăng +7.7% n/n), và Trung Quốc (tăng +20% n/n). Điều này được đóng góp bởi nhu cầu tiêu dùng cao trong mùa lễ cuối năm thúc đẩy tiêu dùng, đặc biệt diễn ra mạnh mẽ tại Mỹ.
- Giá bán bình quân:** Nhìn chung, giá bán của VHC đạt USD2.95/kg so với USD2.93/kg trong 3Q23 và tăng nhẹ so với USD2.83/kg trong 2Q24. Đáng chú ý, giá bán xuất khẩu cá tra sang Mỹ (thị trường trọng điểm của VHC) ghi nhận USD3.21/kg (tăng +7.9% n/n/ +8.6% q/q).

Biên LN gộp trong 3Q24 tăng mạnh lên mức 17.6% (tăng +7.1đpt n/n/ +3đpt q/q). Chúng tôi cho rằng sự phục hồi của biên LN gộp được đóng góp bởi giá bán cá tra tăng cao hơn cùng với chi phí đầu vào giảm. Theo ước tính của chúng tôi, chi phí nguyên liệu trên mỗi kg cá tra thành phẩm đã giảm -4% n/n. Các yếu tố này đã hỗ trợ biên LN gộp của VHC mở rộng trong 3Q24.

Chi phí QLBH/ doanh thu trong 3Q24 đạt 4.9% (giảm -0.1đpt n/n/ tăng +0.4đpt q/q), trong đó chi phí bán hàng/doanh thu đạt 2.7% (tăng +0.6đpt n/n/ +0.5đpt q/q) do chi phí vận chuyển tăng trong 3Q24. Mặc dù các đơn hàng của VHC chủ yếu theo điều khoản FOB, nhưng do chi phí vận chuyển cao, VHC đã chủ động chia sẻ một phần chi phí vận chuyển với khách hàng.

Bảng 1. KQKD của VHC trong 3Q24

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	q/q	n/n
Doanh thu	2,698	2,396	2,586	3,196	3,278	2.6	21.5
LNHD	221	84	207	386	394	2.1	78.5
Biên LNHD (%)	8.2	3.5	7.3	11.9	12	-	3.8
LNTT	229	99	217	398	402	0.98	75.4
LNST-CTM	191	48	170	318	321	0.82	68.2

Nguồn: Dữ liệu công ty, FinproX, KIS research

12T Xếp hạng **MUA (Duy trì)**

Giá mục tiêu **VND88,400**

Up/Downside +25%

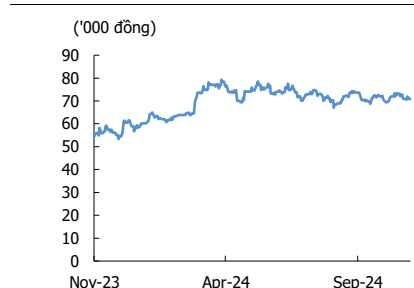
Thông kê

VNIndex (01/11, điểm)	1,255
Giá cp (01/11, đồng)	70,700
Vốn hóa (tỷ đồng)	15,869
SLCP lưu hành (triệu)	224
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	79,300/53,351
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	58
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	49.9/29.1
Cổ đông lớn (%)	
Trương Thị Lệ Khanh	43.2
Mitsubishi Corp	6.4
Dragon Capital	6.8

Biến động giá

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(0.4)	(4.5)	34.3
Tương đối với VNI (%điểm)	2.4	(9.6)	11.2

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

Chi phí tài chính của VHC tăng mạnh, +79% n/n và +42% q/q, do lỗi chênh lệch tỷ giá đã thực hiện ghi nhận là 47 tỷ đồng (tăng +78% n/n). Nguyên nhân là do biến động tỷ giá hối đoái (áp lực từ USD/VND giảm trong 3Q24), nhưng VHC có khoản phải thu liên quan đến Coast Beacon (khách hàng chính của VHC tại Mỹ) và VHC cũng phải nhập khẩu nguyên liệu trong 3Q24.

LNST-CTM của VHC ghi nhận 321 tỷ đồng (tăng +68% n/n) và đi ngang so với 2Q24. Doanh thu và LNST-CTM trong 9T24 đã hoàn thành lần lượt 78% và 67% dự báo của chúng tôi cho năm 2024F.

Ưu và nhược điểm: Tiếp tục tăng trưởng trong 4Q24F

Trong 4Q24F, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của VHC sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt:

- *Mảng cá tra*: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu cá tra có tăng trưởng hai chữ số (tăng +10~15% n/n), nhờ vào (1) nhu cầu tiêu thụ cao trong mùa lễ hội cuối năm tại các thị trường chính, và (2) xuất khẩu cá tra sang Mỹ tiếp tục hưởng lợi từ việc thiếu hụt nguồn cung cá rô phi Trung Quốc.
- *Các mảng khác*: Duy trì tăng trưởng ổn định so với cùng kỳ do mức nền thấp trong 4Q23. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng dự kiến sẽ giảm tốc so với 3Q24.

Xu hướng biên LN gộp của VHC trong 4Q24F được kỳ vọng sẽ tích cực, nhờ vào:

- Giá bán cá tra dự kiến sẽ cải thiện nhẹ trong 4Q24F, và thị trường Mỹ được kỳ vọng sẽ phục hồi nhanh hơn các nhóm thị trường khác.
- Giá nguyên liệu đầu vào sẽ tiếp tục ổn định, qua đó giảm thiểu rủi ro thu hẹp biên LN gộp.

Chi phí QLBH/doanh thu trong 4Q24F được kỳ vọng sẽ ổn định. Chúng tôi cho rằng chi phí vận chuyển không phải là vấn đề lớn đối với VHC trong quý này do chi phí vận chuyển có xu hướng giảm và phần lớn các đơn hàng của VHC theo điều khoản FOB (người mua chịu chi phí vận chuyển).

Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi kỳ vọng LNST-CTM của VHC có thể tăng trưởng mạnh trong 4Q24F so với mức nền lợi nhuận thấp cùng kỳ.

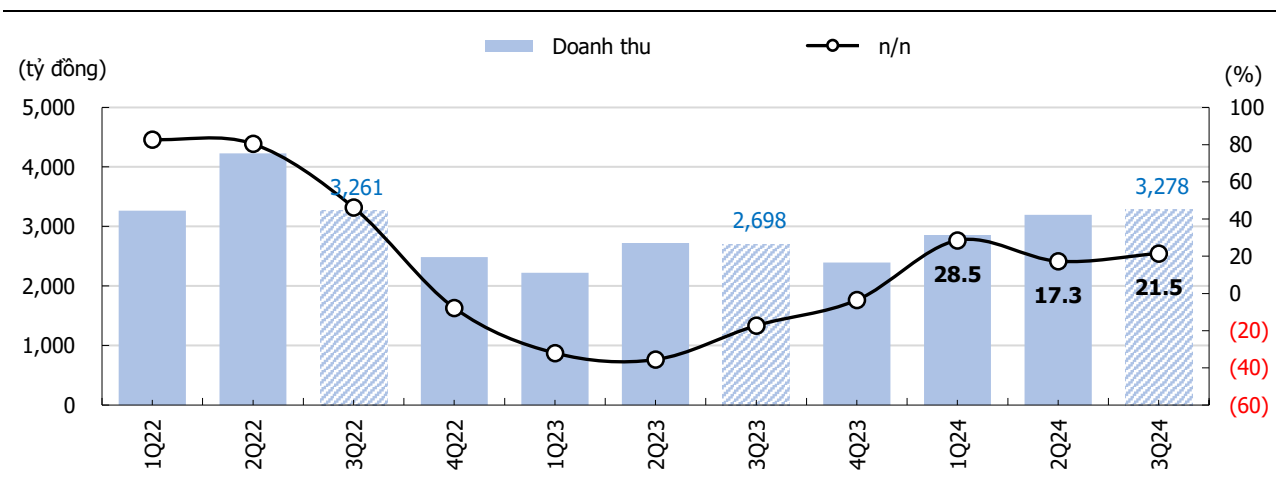
Hành động: Duy trì khuyến nghị MUA đối với VHC

Theo dự phóng của chúng tôi, triển vọng của mảng cá tra có thể cải thiện rõ nét từ 4Q24F trở đi. Do đó, chúng tôi vẫn kỳ vọng kết quả kinh doanh của VHC sẽ phục hồi trong 2H24F và chúng tôi dự báo chu kỳ tăng trưởng của ngành cá tra có thể diễn ra trong giai đoạn 2025-26F. Vì vậy, chúng tôi duy trì **khuyến nghị MUA** đối với VHC cho trung và dài hạn, với giá mục tiêu là 88,400 đồng/cổ phiếu.

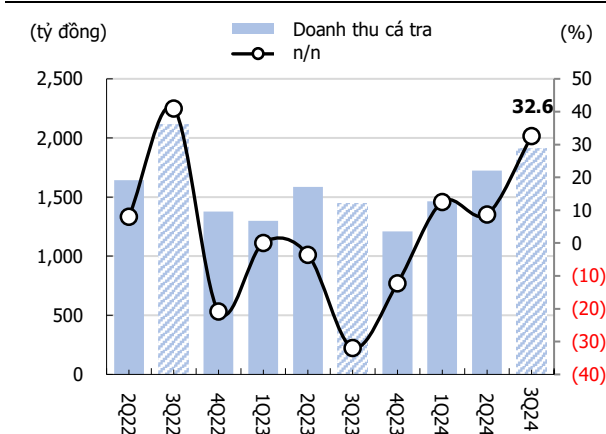
Hình 1. Tăng trưởng doanh thu theo sản phẩm và thị trường tiêu thụ của VHC trong 3Q24

		3Q23	2Q24	3Q24	n/n	q/q
Sản phẩm	Tổng	2,633	3,252	3,222	22.4	(0.9)
	Cá tra phi lê	1,442	1,724	1,912	32.6	10.9
	Phụ phẩm	523	449	448	(14.3)	(0.2)
	Chăm sóc sức khỏe	159	219	174	9.4	(20.5)
	Sản phẩm giá trị gia tăng	42	38	46	9.5	21.1
	Sản phẩm khác	362	633	474	30.9	(25.1)
	Sản phẩm từ gạo	42	100	86	104.8	(14.0)
	Bánh phồng tôm	63	89	82	30.2	(7.9)
Thị trường	Tổng	2,634	3,252	3,221	22.3	(1.0)
	Mỹ	743	1,049	1,145	54.1	9.2
	EU	446	537	502	12.6	(6.5)
	Trung Quốc	414	300	292	(29.5)	(2.7)
	Việt Nam	701	927	848	21.0	(8.5)
	ROW (gồm HK)	330	439	434	31.5	(1.1)

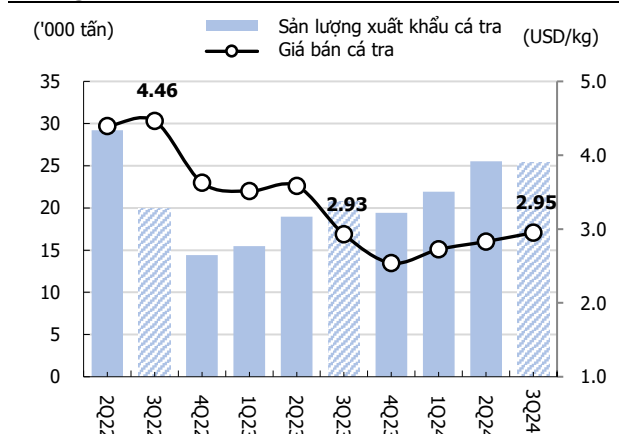
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS research

Hình 2. Tổng doanh thu đạt 3,278 tỷ đồng trong 3Q24 (tăng +21.5% n/n/ +2.6% q/q)

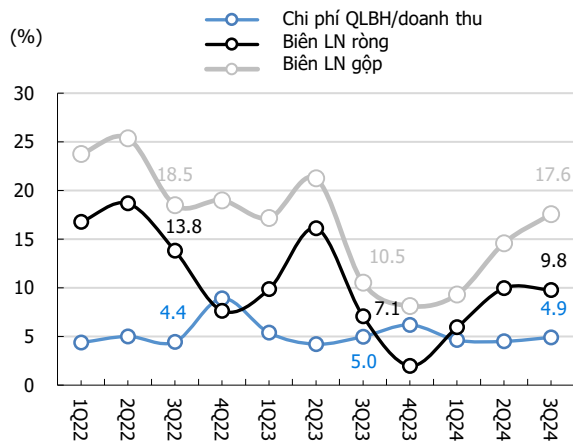
Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS research

Hình 3. Doanh thu cá tra tăng mạnh trong 3Q24 (tăng +32.6% n/n)

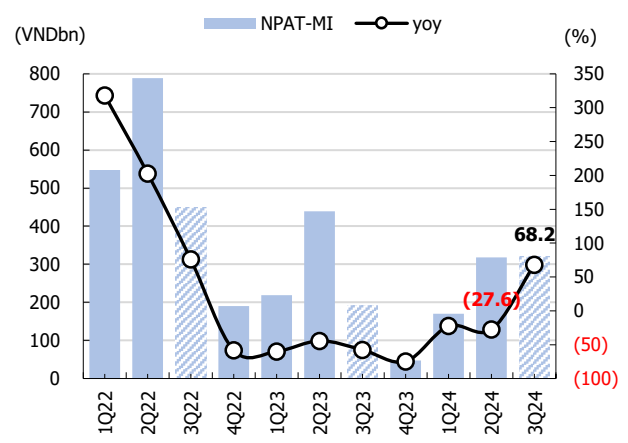
Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS research

Hình 4... Trong đó, sản lượng xuất khẩu cá tra là động lực tăng trưởng chính

Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS research

Hình 5. Biên LN gộp duy trì ở mức 17.6% trong khi chi phí QLBH/doanh thu tăng nhẹ trong 3Q24

Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS research

Hình 6. LNST-CTM tăng 68.2% n/n, nhưng đi ngang so với 2Q24

Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinproX, KIS research

■ Tổng quan công ty

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn được thành lập năm 1997 tại tỉnh Đồng Tháp. Công ty chuyên về nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu các sản phẩm liên quan đến cá tra, các sản phẩm Collagen & Gelatin. Từ năm 2010, VHC đã trở thành công ty hàng đầu trong ngành cá tra, chiếm 14% thị phần ngành. Các sản phẩm có mặt tại các chuỗi bán lẻ nổi tiếng và phân phối tại các công ty dịch vụ thực phẩm hàng đầu trên thế giới.

Cân đối kế toán

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
Tài sản ngắn hạn	7,640	7,888	8,736	9,806	10,598
Tiền và tương đương tiền	553	233	1,397	1,323	2,225
Khoản phải thu	2,330	1,578	2,367	2,943	2,900
Hàng tồn kho	2,818	3,763	2,610	3,107	3,045
Tài sản dài hạn	7,087	7,655	7,338	8,483	8,373
Tài sản cố định	2,824	3,383	3,528	3,945	4,317
Đầu tư tài chính	66	67	67	67	67
Khác	1,053	604	690	819	810
Tổng tài sản	11,583	11,943	13,021	14,637	15,792
Người mua trả tiền trước	23	16	20	24	24
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	448	309	415	516	508
Khác	1,014	750	897	1,115	1,099
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	2,214	2,157	2,285	2,415	2,383
Nợ và TP dài hạn	175	102	67	32	-
Tổng nợ phải trả	3,889	3,351	3,703	4,126	4,039
VCSH	7,523	8,348	9,002	10,097	11,238
Vốn điều lệ	1,834	1,870	1,870	1,870	1,870
Thặng dư	264	264	264	264	264
Quỹ khác	0	0	0	0	0
LN giữ lại	5,426	6,213	6,868	7,963	9,104
Lợi ích cổ đông thiểu số	171	244	316	414	515
Tổng VCSH	7,694	8,591	9,318	10,511	11,753

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
Dòng tiền hoạt động	1,604	547	1,796	1,096	2,224
LN ròng	2,323	1,145	1,502	2,045	2,103
Khấu hao	327	402	404	464	525
Tăng VLD ròng	3,064	1,502	1,653	2,468	2,565
Dòng tiền đầu tư	(1,528)	(793)	(164)	(704)	(698)
Tài sản cố định	(1,122)	(672)	(504)	(881)	(897)
Đầu tư tài chính	(407)	(121)	340	177	199
Dòng tiền tài chính	284	(73)	(468)	(466)	(624)
Tăng VCSH	154	57	-	-	-
Tăng nợ	-	(129)	128	130	(31)
Chi trả cổ tức	(367)	-	(560)	(560)	(560)
Khác	(2)	(2)	-	-	-
Tăng tiền mặt	358	(320)	1,164	(74)	902

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
Doanh thu	13,231	10,033	11,985	14,903	14,687
Giá vốn hàng bán	10,255	8,540	10,169	12,106	11,864
LN gộp	2,976	1,493	1,816	2,798	2,822
Chi phí BH & QLDN	721	524	570	796	784
LN hoạt động	2,254	969	1,246	2,002	2,038
Doanh thu tài chính	434	377	404	177	199
Thu nhập lãi	81	117	146	175	197
Chi phí tài chính	370	229	196	136	136
Chi phí lãi vay	97	133	131	136	136
LN khác	4	27	45	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	1	2	2	2
LNTT	2,323	1,145	1,502	2,045	2,103
Thuế TNDN	310	171	215	292	301
LNST	2,013	974	1,287	1,753	1,803
LNST của cổ đông thiểu số	1,975	919	1,215	1,655	1,702
EBITDA	2,712	1,646	2,038	2,645	2,764

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
Dữ liệu trên mỗi CP (đồng, điều chỉnh)					
EPS	10,771	4,914	5,422	7,384	7,592
BPS	41,027	44,629	40,165	45,049	50,141
DPS	2,000	1,961	2,500	2,500	2,500
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	46.1	(24.2)	19.5	24.3	(1.5)
LN hoạt động	88.0	(57.0)	28.6	60.6	1.8
LN ròng	81.9	(51.6)	32.2	36.2	2.8
EPS	79.7	(53.5)	32.2	36.2	2.8
EBITDA	88.0	(57.0)	28.6	60.6	1.8
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	17.0	9.7	10.4	13.4	13.9
Biên LN ròng	15.2	9.7	10.7	11.8	12.3
Biên EBITDA	17.0	9.7	10.4	13.4	13.9
ROA	19.8	8.3	10.3	12.7	11.8
ROE	29.7	11.6	14.0	17.3	16.0
Suất sinh lợi cổ tức	2.9	2.6	3.4	3.4	3.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức	16	51	33	19	40
Đòn bẩy					
Nợ ròng (tỷ đồng)	1,835	2,026	955	1,124	158
Nợ ròng/ VCSH (%)	24	24	10	11	1
Định giá (x)					
PE	11.1	14.3	12.8	9.4	9.2
PB	1.3	1.7	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.8	14.6	13.3	8.3	8.1

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 1/11/2024.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 1/11/2024.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2024 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.