

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HSX: VHC)

Sản lượng tiếp tục là nhân tố chính thúc đẩy đà tăng trưởng

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp tổng các thành phần (SoTP) với tỷ lệ 50:50, chúng tôi xác định mức giá hợp lý trong dài hạn của cổ phiếu VHC là **73.300** đồng, tương đương với P/E dự phóng năm 2024/2025 lần lượt là 13,7/10,3 lần. Kết hợp với cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/cổ phiếu, tổng mức sinh lời kỳ vọng là **2%**. Tuy nhiên, cổ phiếu có thể được định giá cao hơn với mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn.

- **Doanh thu và LNST CDM kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng.** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng trưởng từ 10.076 tỷ đồng năm 2023 lên 17.238 tỷ đồng năm 2028 (**tương đương tăng trưởng kép 11,3%/năm**) và LNST CDM tăng từ mức 918 tỷ đồng năm 2023 lên 2.325 tỷ đồng năm 2028 (**tương đương tăng kép 20%/năm**).
- **Mảng cá tra kỳ vọng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng.** Doanh thu mảng cá tra fillet kỳ vọng duy trì đà tăng từ 5.647 tỷ đồng năm 2023 lên 8.507 tỷ đồng năm 2028 (**tương đương tăng kép 8,5%/năm**) nhờ sản lượng xuất khẩu tăng từ 75 nghìn tấn lên 112 nghìn tấn năm 2028 (**tương đương tăng kép 8,6%/năm**). Giá bán khó tăng trưởng kép trong giai đoạn này nhưng sẽ tăng từ 2,84 USD/kg năm 2024 lên 3,1 USD/kg năm 2028 (tương đương tăng 8%).
- **Các mảng kinh doanh Collagen và Gelatin (C&G) và Sa Giang (HNX:SGC) kỳ vọng tăng trưởng kép doanh thu mạnh mẽ hơn mảng cá tra.** Mức tăng trưởng lần lượt 17,5% và 20%/năm cho giai đoạn 2024-2028 chủ yếu nhờ tăng trưởng sản lượng. Sản lượng C&G kỳ vọng tăng từ 2.300 tấn năm 2023 lên 5.000 tấn năm 2028 (tương đương tăng trưởng kép 16,5%), trong khi sản lượng SGC tăng kép 19,5%/năm. LNST CDM của 2 mảng này kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2023-2028 lần lượt 26% và 14%.
- **Ngoài ra, doanh nghiệp luôn tìm kiếm cơ hội đầu tư các mảng mới và gần đây nhất là mảng trái cây Thành Ngọc cho thấy tiềm năng tăng trưởng doanh thu cao.**
- **Tỷ lệ vốn vay của VHC an toàn khi cơ cấu vốn vay thấp với khoản vay ngắn hạn là chủ đạo. Tỷ trọng vay nợ kỳ vọng giảm dần và nguồn tiền dư mỗi năm chủ yếu dùng cho mục đích kinh doanh vốn.**

Rủi ro

- *Định giá chưa bao gồm chính sách sau bầu cử Mỹ do chưa xác định được mức thuế nhập khẩu.*
- *Giá bán cá tra khó tăng trở lại do tình hình kinh tế thế giới chưa ổn định.*
- *Nhu cầu tiêu dùng cá tra giảm do người dân Mỹ/EU có xu hướng tiêu thụ cá hồi/cá biển khi kinh tế tăng trưởng. Tuy nhiên, giá bán cá tra cũng sẽ tăng cao hơn dự phóng khi kinh tế tăng trưởng.*
- *Biến động doanh thu mảng C&G và SGC là ảnh hưởng trực tiếp đáng kể đến kết quả kinh doanh.*

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	9.054	13.231	10.033	12.506	14.047	15.212
Tăng trưởng (%)	29%	46%	-24%	25%	12%	8%
EBITDA	1.423	2.320	1.291	1.696	2.219	2.535
LNST CTM	1.099	1.975	918	1.198	1.601	1.872
Tăng trưởng (%)	53%	80%	-53%	30%	34%	17%
Biên ròng (%)	12%	15%	9%	10%	11%	12%
ROA (%)	13%	17%	8%	9%	11%	12%
ROE (%)	19%	26%	11%	12%	14%	15%
EPS cơ bản (VND)	6.394	10.770	4.910	5.336	7.131	8.340
GTSS (VND)	32.076	41.968	45.931	43.836	49.279	55.879
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	2.000	0	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	10,4	6,5	14,8	14,0	10,5	9,0
P/BV (x)	2,0	1,7	1,6	1,7	1,5	1,3

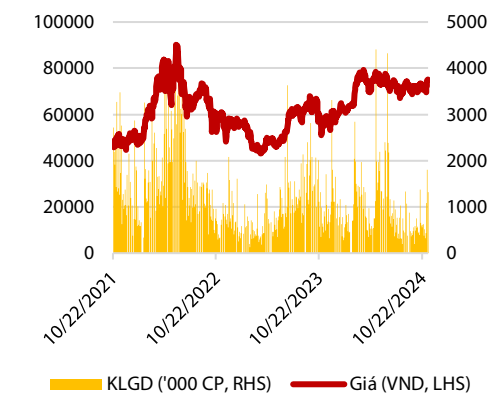
Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 18/11/2024.

QUAN SÁT

Giá thị trường (VND)	73.600
Giá mục tiêu (VND)	73.300

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thủy sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.834
SLCPDLH (triệu cp)	224,5
Beta	0,98
Free Float (%)	70
Giá cao nhất 52 tuần	82.200
Giá thấp nhất 52 tuần	55.000
KLGD bình quân 20 phiên	468.555



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
VHC	3,4	24,2	24,3
VN30 Index	-3,3	15,1	30,8
VN-Index	-2,5	10,5	25,5

Cổ đông lớn (%)

Chủ tịch HĐQT	42,32
Khác	57,68
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	83

Hiển Lê

(084) 028 - 6299 2006 -Ext: (1524)

hien.ln@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2024	13,0%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	15.483
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,0%	+ Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá	2.713
Lãi suất phi rủi ro	5,0%	- Nợ	-2.159
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	16.037
Beta	1,0	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	224,45
Exit EV/EBITDA	6,0x	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	71.449

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của VHC trên mỗi Cổ phiếu (VND)

	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		0%	1%	2%	3%	4%
WACC	9%	92.279	101.440	113.219	128.924	150.911
	11%	75.064	80.725	87.644	96.292	107.412
	13%	63.219	66.991	71.449	76.799	83.338
	15%	54.591	57.242	60.301	63.869	68.086
	17%	48.041	49.979	52.175	54.685	57.581

Nguồn: CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP TỔNG CÁC THÀNH PHẦN (SoTP)

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tổng các thành phần (SoTP) cho VHC với việc định giá 3 mảng chính của VHC bằng phương pháp so sánh P/E. Giá mục tiêu của VHC như bảng dưới.

Bảng 2: Giá mục tiêu ước tính của VHC qua 2 năm

	2024	2025
Giá mục tiêu VHC (nghìn đồng/cổ phần)	57.664	75.275
P/E dự phóng (lần)	10,8	10,6

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Ở mỗi mảng chính, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh như sau:

Mảng cá tra

Bảng 3: Chỉ số P/E trung bình (lần) của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành

Công ty	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình 5 năm
Thai Union (Thái Lan)	13,4	8,6	10,5	10,8	12,4	11,1
High Liner Foods (CANADA)	7,8	8,6	10,0	6,7	8,0	8,2
Nissui Corp (Nhật)	11,8	8,2	10,9	9,4	11,0	10,3
VHC	2,8	9,6	9,8	6,8	14,4	8,7
Trung bình 4 doanh nghiệp						9,6

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Bảng độ nhạy cho đóng góp của mảng cá tra trên mỗi cổ phiếu và P/E

	P/E						
			7,57	8,57	9,57	10,57	11,57
EPS (VND)	2024	3.449	26.114	29.563	33.012	36.460	39.909
	2025	5.120	38.771	43.891	49.012	54.132	59.252
	2026	6.326	47.897	54.223	60.548	66.874	73.200
	2027	7.166	54.264	61.431	68.597	75.764	82.930
	2028	7.947	60.171	68.118	76.064	84.011	91.957

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mảng Collagen & Gelatin

Bảng 5: Chỉ số P/E trung bình (lần) của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành

Công ty	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình 5 năm
Nitta Gelatin (Nhật)	11,7	10,1	13,7	20,7	8,7	13,0

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Bảng độ nhạy cho giữa đóng góp của mảng Collagen mỗi cổ phiếu và P/E

	P/E						
			11,18	12,18	13,18	14,18	15,18
EPS (VND)	2024	1.299	14.530	15.829	17.128	18.427	19.726
	2025	1.388	15.523	16.911	18.299	19.687	21.074
	2026	1.403	15.693	17.096	18.499	19.902	21.305
	2027	1.582	17.695	19.278	20.860	22.442	24.024
	2028	1.784	19.954	21.738	23.522	25.306	27.090

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mảng Sa Giang

Bảng 7: Chỉ số P/E trung bình (lần) của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành

Công ty	2020	2021	2022	2023	Trung bình 5 năm
Bích Chi (Việt Nam)	9,5	18,4	9,4	15,8	13,3

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Bảng độ nhạy cho giữa đóng góp giá trị của mảng Sa Giang trên mỗi cổ phiếu và P/E

	P/E						
			10,64	11,64	12,64	13,64	14,64
EPS (VND)	2024	588	6.261	6.850	7.438	8.026	8.615
	2025	623	6.630	7.253	7.876	8.499	9.122
	2026	612	6.508	7.120	7.731	8.343	8.955
	2027	630	6.706	7.336	7.966	8.596	9.227
	2028	653	6.952	7.605	8.258	8.912	9.565

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tổng hợp 2 phương pháp với tỷ lệ 50:50, giá cổ phiếu cho mục tiêu trong 1 năm tới ở mức 73.300 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E dự phóng cho năm 2024/ 2025 là 13,7/ 10,3 lần . Nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình.

Chúng tôi xin lưu ý nhà đầu tư rằng nhận định phân tích của chúng tôi dựa trên giả định là thị trường xuất khẩu chính của VHC tại Mỹ ít biến động. Nếu giả định trọng yếu này diễn biến khác với kỳ vọng của chúng tôi, hiệu quả hoạt động kinh doanh của VHC có thể bị ảnh hưởng đáng kể trong trung và dài hạn.

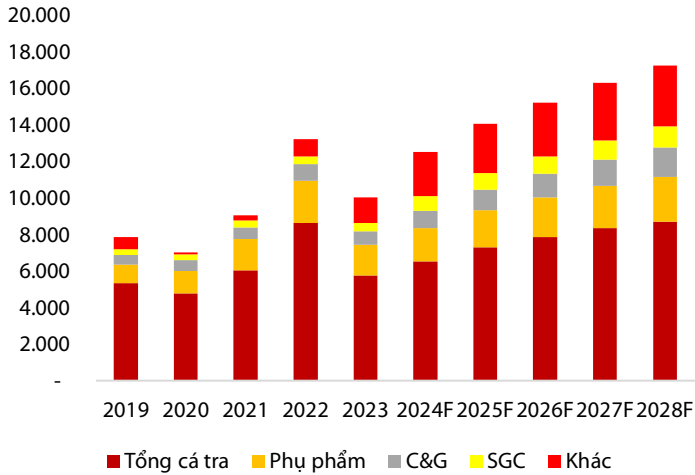
Sau đây, chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu VHC, hỗ trợ cho phần định giá như sau:

MỤC LỤC	
A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-2028	Tham khảo trang 5
B. PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Tham khảo trang 11
1. Tổng quan doanh nghiệp	Tham khảo trang 11
2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi	Tham khảo trang 11
2. Chuỗi giá trị doanh nghiệp	Tham khảo trang 12
PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-2028	Tham khảo trang 14
PHỤ LỤC 2 – CÁC DOANH NGHIỆP KINH DOANH TƯƠNG ĐỒNG VỚI VHC	Tham khảo trang 15
PHỤ LỤC 3 – QUY MÔ THỊ TRƯỜNG THỦY SẢN	Tham khảo trang 19
PHỤ LỤC 4 – QUY MÔ CÁC MẢNG KINH DOANH CÒN LẠI	Tham khảo trang 22
1. Mảng phụ phẩm	Tham khảo trang 22
2. Mảng Collagen & Gelatin (C&G)	Tham khảo trang 23
3. Mảng Sa Giang	Tham khảo trang 24
PHỤ LỤC 5 – MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA GIÁ CÁ TRẢ TRONG NƯỚC VÀ GIÁ CỔ PHIẾU VHC	Tham khảo trang 25

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-2028

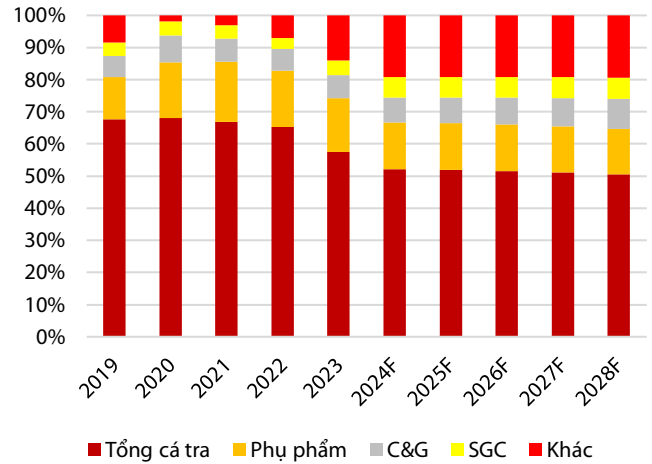
Doanh thu: Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu của VHC tăng từ 10.076 tỷ đồng năm 2023 lên 17.238 tỷ đồng năm 2028 (tương đương tăng trưởng 11,3%/năm trong giai đoạn 2024-2028 với động lực chính từ sản phẩm khác như sản phẩm Collagen- Gelatin và Sa Giang tăng trưởng kép lần lượt là 17,5% và 20%/năm, trong khi doanh thu cá tra fillet xuất khẩu tăng trưởng kép chậm hơn ở mức 8,5%/năm.

Hình 1: Doanh thu thuần của VHC (Tỷ đồng)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Thị phần doanh thu theo mảng kinh doanh



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Mảng cá tra fillet: tiếp tục là mảng đóng góp doanh thu cao nhất trong nhiều năm. Doanh thu mảng cá tra fillet dự kiến tăng trưởng kép 8,5% giai đoạn 2023-2028 nhờ sản lượng tăng trưởng 8,6%/năm trong khi giá bán gần như không tăng trưởng.

- Sản lượng tăng nhờ chiếm thị phần sản lượng từ cá rô phi và cá biển tại thị trường trọng điểm Mỹ và Châu Âu. Điều này đến từ lợi thế giá bán thấp của sản phẩm cá tra so với các loại cá khác và tỷ lệ sản lượng cá nuôi sẽ dẫn cao hơn cá biển. Chúng tôi ước tính tổng sản lượng xuất khẩu ở US/EU/TQ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2023-2028 lần lượt là 9,6%/7,1%/8,7%. Chi tiết các thị trường như sau ([Xem trang 19](#))
- Giá bán trung bình ước tính sẽ tăng từ 2,84 USD/kg năm 2024 lên 3,1 USD/kg năm 2028. Giá bán dự kiến tăng 2,9% trong năm 2025 nhờ mức tăng giá bán chủ yếu đến từ thị trường Mỹ (+4% YoY) trong khi các thị trường khác duy trì ở mức 2% YoY. Trong giai đoạn 2026-2028, giá bán kỳ vọng duy trì mức tăng theo lạm phát 2%/năm như ước tính của OECD. Giá bán khó tăng cao do (1) giá bán đã tăng 19% kể từ mức đáy tháng 12/2023 và (2) mức độ cạnh tranh giữa các loại cá khốc liệt và phải duy trì ở mức thấp để giành thị phần. ([xem trang 21](#))

Về thị trường xuất khẩu chính của mảng cá tra, thị trường Mỹ ước tính sẽ tiếp tục là thị trường xuất khẩu chính của VHC với tỷ trọng xuất khẩu/tổng giá trị xuất khẩu dao động từ 57%-59% cho giai đoạn 2024-2028 với tốc độ tăng trưởng kép là 8,6%/năm. Trong khi đó, các thị trường khác như EU và Trung Quốc sẽ duy trì mức tăng trưởng thấp hơn, lần lượt là 7,5/7% do mức độ cạnh tranh khốc liệt.

Mảng phụ phẩm: Mảng phụ phẩm gồm dầu cá và bột cá. Mảng này thường có mức tăng theo doanh thu cá tra fillet. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng doanh thu phụ phẩm tăng trưởng 7,8%/năm giai đoạn 2023-2028. Mức tăng trưởng này tương đương tỷ lệ doanh phụ phẩm/doanh thu cá tra fillet là 29% (tương đương mức trung bình 3 năm 2021-2023). Về quy mô và tốc độ tăng trưởng thị trường mảng này như sau ([xem trang 22](#))

Mảng Collagen&Gelatin (C&G): Doanh thu mảng này kỳ vọng sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ 17,5%/năm cho giai đoạn 2023-2028. VHC tham gia mảng này chủ yếu là tận dụng những phần còn lại của cá tra như da cá cho mảng này. Doanh thu kỳ vọng tăng trưởng chủ yếu nhờ sản lượng trong khi giá bán khó tăng cao. Cụ thể như sau:

- Sản lượng tăng trưởng kép 14%/năm chủ yếu nhờ thị phần sản lượng xuất khẩu còn thấp ([xem trang 17](#)) và nhà máy C&G đạt chuẩn GMP-WHO sẽ giúp VHC dễ dàng xuất khẩu vào các thị trường khó tính. VHC dự kiến nâng 100% công suất C&G trong năm 2024, tương đương 7 nghìn tấn. Sản lượng xuất khẩu năm 2028 sẽ tương đương tỷ lệ lấp đầy công suất là 73%.
- Giá bán kỳ vọng tăng trưởng kép 2,2%/năm trong giai đoạn 2023-2028 nhờ mức tăng nhẹ 3% YoY trong năm 2024 và duy trì mức tăng kép 2%/năm theo mức lạm phát của thế giới.

Mảng Sa Giang (SGC): Doanh thu mảng Sa Giang kỳ vọng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng sang năm 2025 ở mức 11% trước khi duy trì ở mức ~ 8% trong giai đoạn 2025-2028 nhờ thị phần xuất khẩu còn thấp. Về quy mô và triển vọng thị trường mảng SGC như sau ([xem trang 24](#))

Trong năm 2024, doanh thu ước tính đạt 800 tỷ đồng (+76% YoY) nhờ doanh nghiệp mở rộng thêm sản phẩm từ gạo như bún phở, hủ tiếu và bánh tráng. Doanh thu lũy kế 9T/2024 sản phẩm gạo tăng 125% YoY trong khi sản phẩm bánh phồng tôm tăng 38% YoY.

Mảng kinh doanh khác: đóng góp mảng của này chủ yếu đến từ mảng thức ăn chăn nuôi và mảng mới Thành Ngọc. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng đóng góp của mảng này trên tổng doanh thu dự kiến duy trì ở mức 16% cho giai đoạn 2023-2028. Doanh thu 9T/2024 của mảng này đã tăng 57% YoY và chiếm tỷ lệ 17% tổng doanh thu. Tuy nhiên, chúng tôi có ước tính cho mảng Thành Ngọc và mảng chăn nuôi như sau ([xem trang 24](#))

Biên lợi nhuận gộp: Biên gộp kỳ vọng tăng nhẹ từ 14,9% năm 2023 lên 15,2% trong năm 2024 và tăng dần lên mức 20,7% vào năm 2028. Ước tính thay đổi biên gộp như sau:

Trong năm 2024, biên gộp tăng do giá bã đậu tương đầu vào giảm và thay đổi tỷ lệ hàng bán.

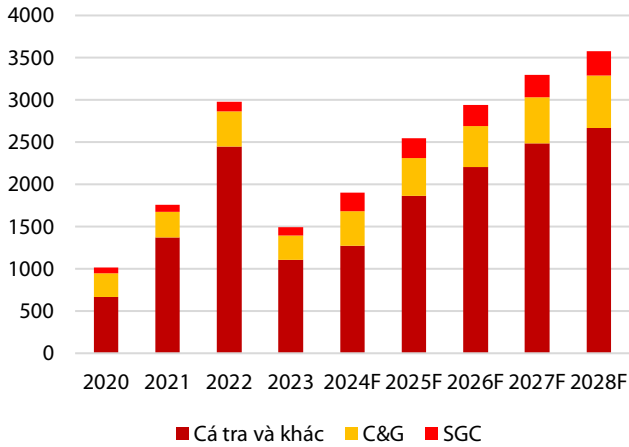
- Giá bã đậu tương thường chiếm khoảng 40%-45% chi phí thức ăn cá tra và giá cá nguyên liệu cá tra chiếm khoảng 70% tổng giá vốn. Với chi phí bã đậu tương giảm 9% YoY, chúng tôi kỳ vọng giá vốn cá nguyên liệu sẽ giảm 2% YoY. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho sẽ không còn quá cao khi giá bán cá tra nguyên liệu đang ổn định.
- Mảng kinh doanh C&G và Sa Giang có biên lợi nhuận gộp cao hơn mảng cá tra. Mảng C&G thường có biên gộp khoảng 35%-40% trong khi mảng Sa Giang duy trì biên gộp từ 20% trở lên. Tổng tỷ trọng mảng C&G và SGC dự kiến tăng từ 12% năm 2023 lên 14% năm 2024.

Trong giai đoạn 2025-2028, chúng tôi kỳ vọng biên gộp sẽ tăng 3 điểm % trong năm 2025 và tăng nhẹ trong khoảng 50-140 bps cho giai đoạn 2026-2028 nhờ:

- Biên gộp mảng cá tra tăng dần lên mức 18% năm 2028 nhờ giá bán cá tra tăng nhanh hơn giá bã đậu tương đầu vào và theo xu hướng doanh nghiệp cùng ngành ([xem trang 22](#)). Theo OECD, giá bã đậu tương dự giảm 4% YoY trong năm 2025 trước khi duy trì mức tăng 2%/năm theo lạm phát. Trong khi đó, giá bán cá tra kỳ vọng tăng 2,9% YoY trong năm 2025 nhờ mức nền thấp của nửa đầu năm 2023 trước khi duy trì mức tăng 2%/năm đến năm 2028 theo lạm phát.
- Đối với mảng C&G, biên gộp kỳ vọng đạt 42% và giảm dần về mức 38% trong năm 2028 khi mức độ cạnh tranh tăng dần và theo xu hướng doanh nghiệp cùng ngành ([xem trang 25](#)). Biên gộp của VHC đang duy trì ở mức 40%, cao hơn hầu hết doanh nghiệp cùng ngành nhờ tự chủ nguồn cung nguyên liệu từ da cá tra.
- Đối với mảng Sa Giang, biên gộp mảng Sa Giang kỳ vọng tăng từ 21% năm 2023 lên 27% năm 2024 nhờ giá bán trung bình ước tính tăng 3% và tỷ trọng sản phẩm từ gạo cao hơn (biên gộp

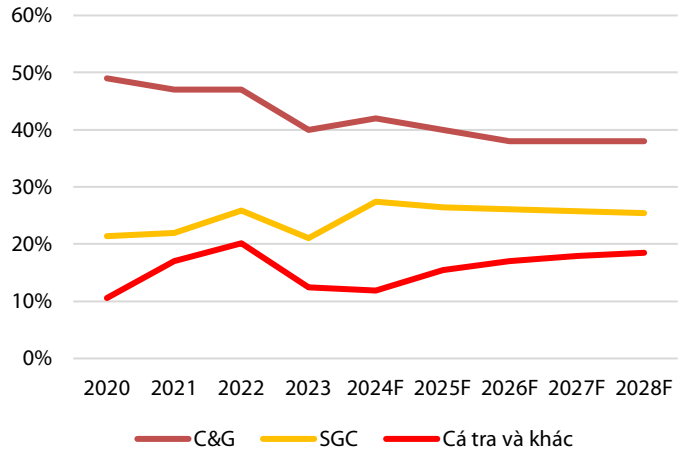
sản phẩm gạo ước cao hơn biên gộp bánh phồng tôm). Tuy nhiên, biên gộp sẽ giảm dần về 25% trong năm 2028, thu hẹp khoảng cách so với doanh nghiệp cùng ngành. [\(xem trang 25\)](#)

Hình 3: Lợi nhuận gộp của VHC (Tỷ đồng)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt. Lưu ý: Tất cả lợi nhuận gộp lịch sử/dự phóng của từng mảng kinh doanh là ước tính/giả định của chúng tôi, không phải từ nguồn của VHC.

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh của VHC (%)

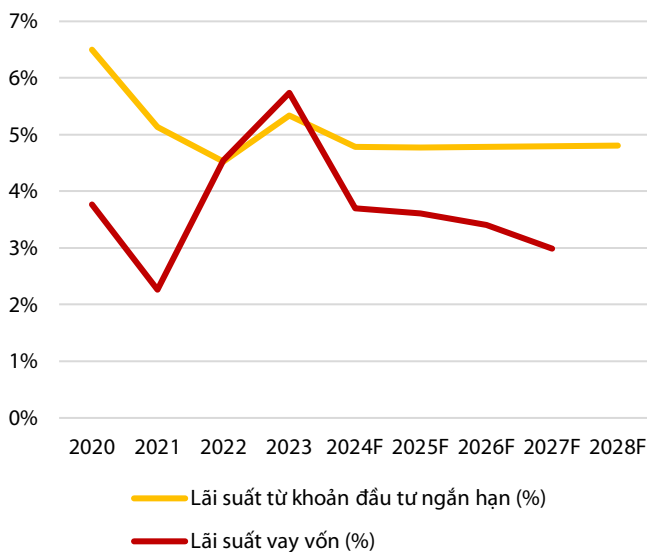


Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp (chi phí BH&QLDN): chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu giảm từ 5,2% năm 2023 về 4,5% năm 2024 trước khi tăng dần lên 6% năm 2028 do (1) doanh nghiệp cần đẩy mạnh quảng cáo để tăng thị phần, (2) theo xu hướng các doanh nghiệp kinh doanh mảng thủy sản thế giới và (3) mức tăng doanh thu chậm lại. Năm 2024 tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu giảm từ 5,2% về 4,5% do mức tăng trưởng của doanh thu cao.

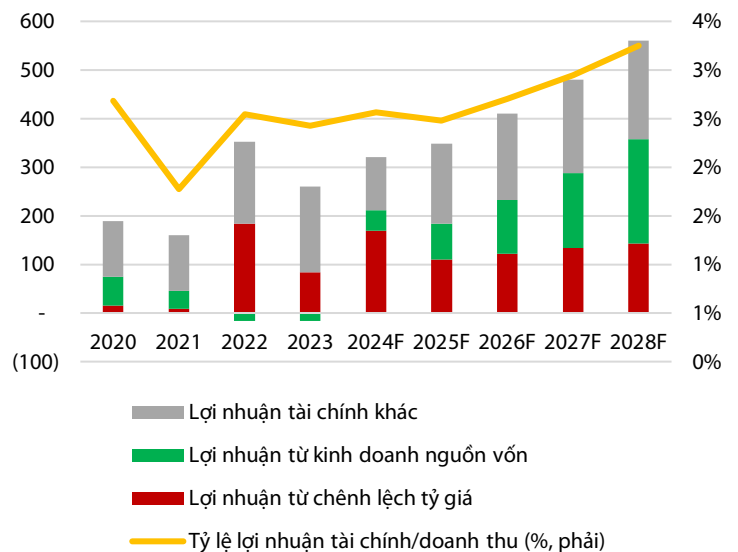
Doanh thu và chi phí tài chính: Chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp luôn có lợi nhuận tài chính nhờ tỷ giá tăng qua các năm cũng như hoạt động kinh doanh nguồn vốn nhờ khả năng huy động vốn rẻ do hoạt động trong vực được vay ưu đãi và quy mô doanh nghiệp lớn. Chúng tôi kỳ vọng khoản lợi nhuận tài chính sẽ dẫn tăng nhờ việc kinh doanh nguồn vốn.

Hình 5: Lợi suất đầu tư và lãi vay của VHC (%)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

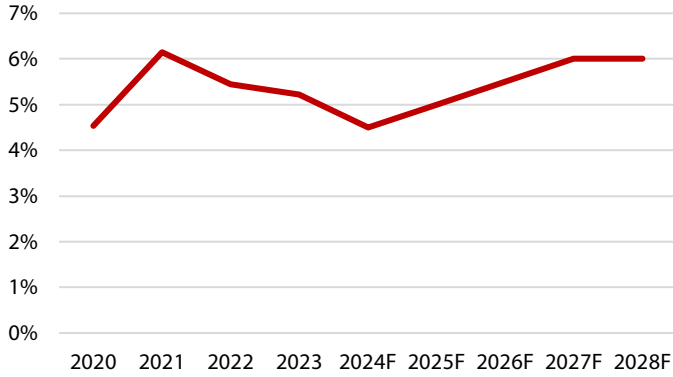
Hình 6: Lợi nhuận tài chính và tỷ lệ lợi nhuận tài chính/doanh thu của VHC



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

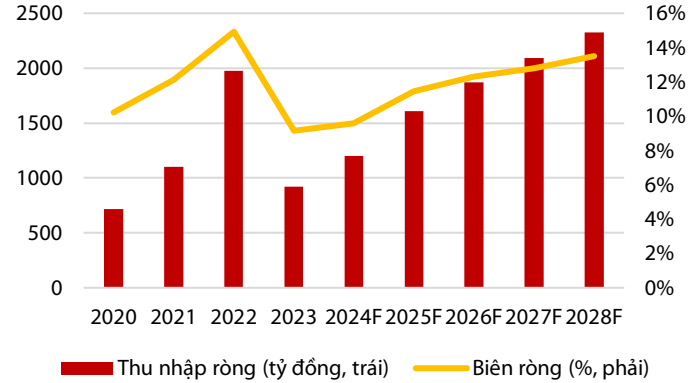
Lợi nhuận ròng: tuy tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu tăng dần trong giai đoạn 2024-2028, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp tập trung vào các mảng biên lợi nhuận cao nên biên lợi nhuận ròng toàn công ty kỳ vọng tăng từ mức 9,2% năm 2023 lên mức 13,9% năm 2028 và thấp hơn giai đoạn 2018-2019 ở 14%. Lợi nhuận ròng tuyệt đối tăng trưởng 20%/năm lên mức 2.279 tỷ đồng năm 2028 (Hình 10).

Hình 7: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của VHC (%)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Thu nhập ròng & biên ròng của VHC



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động:

Đối với vòng quay hàng tồn kho trong giai đoạn 2024-2028, chúng tôi kỳ vọng sẽ giảm dần từ 125 ngày trong năm 2024 về 115 ngày trong năm 2028 nhờ nhu cầu tiêu thụ ổn định giúp vòng quay hàng tồn kho về mức trung bình ngành ([xem trang 22](#)).

- Trong giai đoạn 2013-2021, vòng xoay hàng tồn kho trung bình của doanh nghiệp ở mức 81 ngày. Tuy nhiên, do lượng hàng tồn kho tại Mỹ ở năm 2023 cao nên doanh nghiệp gặp khó khăn trong xuất khẩu dẫn đến vòng quay ngày tồn kho cao. Vì vậy, khi lượng tồn kho tại Mỹ ổn định, chúng tôi kỳ vọng vòng xoay hàng tồn kho sẽ quay về mức trung bình.

Đối với vòng quay khoản phải thu, chúng tôi kỳ vọng sẽ đạt 50 ngày trong năm 2024 trước tăng lên 55 ngày năm 2028. Lý do như sau:

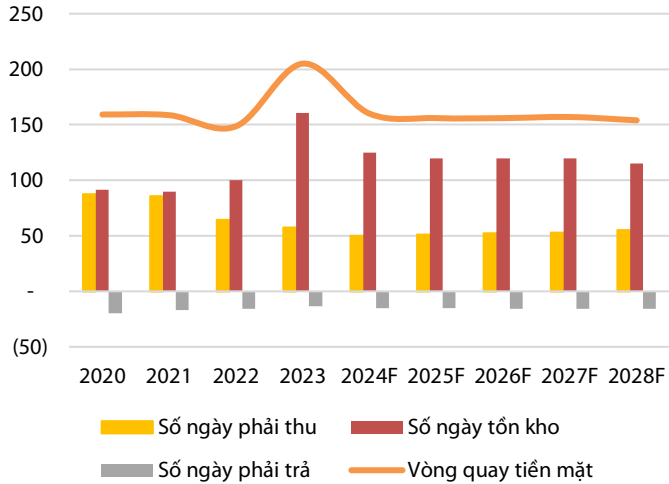
- Sau giai đoạn hàng tồn kho cao của năm 2023, bước sang năm 2024, các đối tác của VHC đã bán được hàng nhiều hơn và có khả năng trả nợ giúp khoản phải thu tăng chậm lại so với mức tăng trưởng của doanh thu.
- Mức tăng này căn cứ dựa trên mức trung bình 5 năm 2018-2023 của VHC ở 74 ngày và giả định của chúng tôi cho rằng VHC cần duy trì chính sách bán hàng linh hoạt cho người mua khi mức độ cạnh tranh cao và mức tăng trưởng doanh thu chậm lại.

Đối với vòng quay khoản phải trả, chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng dần từ mức 15 ngày năm 2024 lên 16 năm 2028 theo xu hướng của trung bình ngành.

Đầu tư TSCĐ: Mức đầu tư dự kiến của VHC trong năm 2024 là 920 tỷ. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ giảm dần chi phí đầu tư cho từng năm từ 920 tỷ trong năm 2024 về 750 tỷ vào năm 2028. Mức đầu tư chi phí TSCĐ này sẽ tương đương tỷ lệ trên doanh thu là 5% cho giai đoạn 2025-2028 thấp hơn tỷ lệ 6%-7% trong giai đoạn 2020-2023 do công suất khả dụng của các nhà máy vẫn chưa được khai thác hết và các mảng kinh doanh mảng mới như Thành Ngọc đi vào trạng thái ổn định.

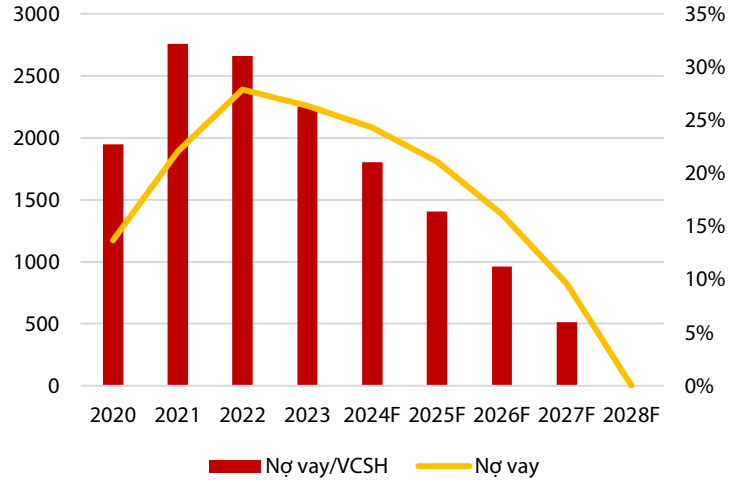
Chi phí đầu tư cho giai đoạn 2025-2028 kỳ vọng chủ yếu cho hoạt động duy trì tỷ lệ tự chủ cá tra nguyên liệu 70-75% để đảm bảo nguồn cung cá tra nguyên liệu chất lượng và cải tạo nhà máy.

Hình 9: Dự phóng các tỷ lệ hiệu quả (ngày, trái)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Tổng nợ (tỷ đồng) và tỷ lệ nợ vay (%)



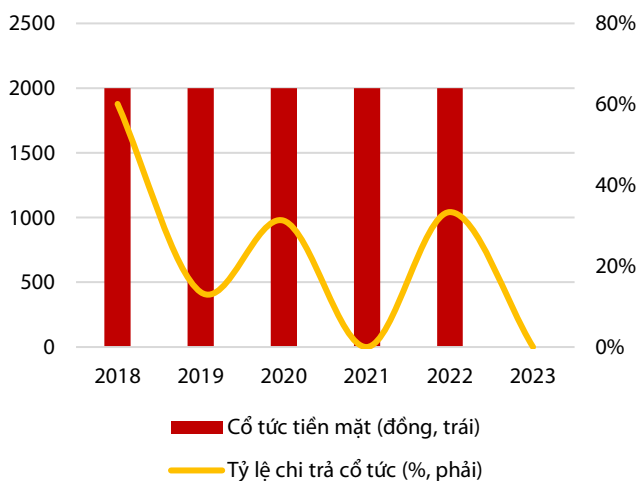
Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Nợ vay: chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ không cần phải vay nợ từ năm 2028 (Hình 12). Trong quá khứ, VHC chủ yếu vay nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động trong khi khoản vay dài hạn rất thấp (chiếm 5% trong tổng nợ vay dài hạn và ngắn hạn). Tỷ lệ nợ vay/VCSH của VHC cũng ở mức thấp, khoảng 26,3% năm 2023. Việc lợi nhuận tăng cao trong khi vốn lưu động tăng thấp và nhu cầu vốn đầu tư vừa phải sẽ giúp làm giảm số nợ vay và tiết kiệm chi phí lãi vay trong giai đoạn 2024-2028.

Tuy nhiên, VHC duy trì chính sách vay nợ cũng nhằm mục đích tối ưu doanh thu tài chính, nhờ VHC có điểm tín dụng tốt có thể tiếp cận được vốn vay với lãi suất thấp hơn cả lãi suất mà Công ty đang gửi tiết kiệm, do đó tạo thành lợi thế đáng kể của doanh nghiệp

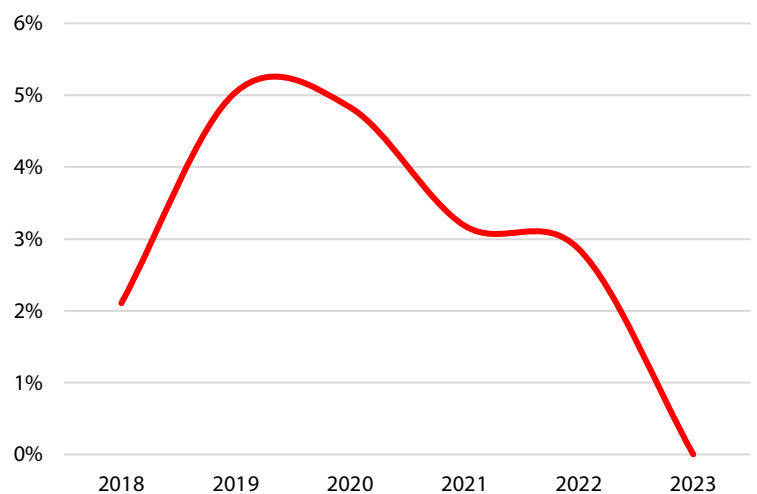
Chính sách cổ tức tiền mặt: VHC thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt đều đặn ở mức 2.000 đồng/cổ phiếu trong các năm gần đây. Mức cổ tức này so với giá hiện tại tương đương tỷ suất 2%/năm, thấp hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng trung bình (3-5%/năm). Do vậy, chúng tôi cho rằng VHC không phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

Hình 11: Cổ tức tiền mặt của VHC (VND)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Tỷ suất cổ tức của VHC (%)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Bảng 9: Báo cáo thu nhập hàng năm của VHC

BÁO CÁO THU NHẬP	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	7.037	9.054	13.231	10.033	12.506	14.047	15.212	16.313	17.238
Giá vốn hàng bán	6.022	7.298	10.255	8.540	10.607	11.499	12.270	13.015	13.662
Lãi gộp	1.015	1.756	2.976	1.493	1.899	2.548	2.943	3.298	3.576
Chi phí bán hàng và QLDN	319	557	721	524	563	702	837	979	1.034
Chi phí hoạt động khác	63	72	272	95	88	140	152	163	172
EBITDA	845	1.423	2.320	1.291	1.696	2.219	2.535	2.804	3.081
Chi phí không thuộc HĐKD	30	27	30	23	29	32	35	38	40
Thu nhập không thuộc HĐKD	12	19	34	50	50	50	50	50	50
Doanh thu tài chính	227	195	434	377	409	424	469	515	560
Chi phí tài chính	38	35	97	133	91	75	50	16	-
Lợi nhuận trước thuế	804	1.280	2.323	1.144	1.588	2.072	2.388	2.667	2.940
Chi phí thuế TNDN	84	173	310	171	238	310	357	399	440
Quý khen thưởng phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	8	38	55	152	161	158	163	169
Lợi nhuận ròng	720	1.099	1.975	918	1.198	1.601	1.872	2.105	2.331
Biên lợi nhuận ròng	10,23%	12%	15%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
LN trên mỗi CP (VND/CP)	4.185	6.394	10.770	4.910	5.336	7.131	8.340	9.379	10.384

Nguồn: VHC, CTCK Rông Việt

Bảng 10: Bảng cân đối kế toán hàng năm của VHC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	41	195	553	233	313	351	380	408	431
Đầu tư ngắn hạn	1.374	1.272	1.768	2.069	2.482	2.855	3.283	3.775	4.341
Khoản phải thu	1.689	2.132	2.330	1.578	1.713	1.963	2.167	2.369	2.598
Hàng tồn kho	1.508	1.793	2.818	3.763	3.633	3.780	4.034	4.279	4.305
Tài sản ngắn hạn khác	124	150	172	245	306	344	372	399	422
Tài sản ngắn hạn	4.735	5.543	7.640	7.888	8.447	9.292	10.236	11.230	12.979
TSCĐ hữu hình	2.193	2.628	3.389	3.543	4.036	4.328	4.556	4.722	4.798
Đầu tư dài hạn	62	66	66	67	67	67	67	67	67
TSCĐ vô hình	305	293	301	463	444	422	395	364	329
TS dài hạn khác	210	499	484	441	550	617	669	717	758
Tài sản dài hạn	2.465	3.193	3.940	4.052	5.097	5.434	5.687	5.870	5.952
Tổng tài sản	7.200	8.735	11.580	11.940	13.544	14.726	15.923	17.100	18.930
NỢ PHẢI TRẢ									
Vay nợ ngắn hạn	1.106	1.735	2.214	2.157	2.062	1.732	1.159	367	-
Phải trả người bán	326	340	448	309	436	473	538	571	599
Các khoản phải trả khác	509	605	1.037	767	956	1.074	1.163	1.247	1.318
Phải trả ngắn hạn	1.941	2.680	3.698	3.233	3.454	3.278	2.860	2.185	1.917
Vay nợ dài hạn	69	156	175	102	76	51	25	-	-
Phải trả dài hạn khác	16	17	16	17	22	23	24	27	28
Phải trả dài hạn	85	174	191	119	98	74	49	27	28
Tổng nợ phải trả	2.026	2.854	3.889	3.351	3.553	3.352	2.909	2.212	1.945
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	-	8	38	55	152	161	158	163	169
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phần phổ thông	1.720	1.720	1.834	1.870	2.245	2.245	2.245	2.245	2.245
LNST chưa phân phối	3.228	3.838	5.426	6.213	6.962	8.114	9.537	11.193	13.075
Các nguồn quỹ khác	228	326	435	507	632	702	761	816	862
Vốn chủ sở hữu	5.176	5.884	7.694	8.591	9.839	11.061	12.542	14.253	16.181
Tổng Nguồn vốn	7.202	8.738	11.583	11.943	13.544	14.726	15.923	17.100	18.930

Nguồn: VHC, CTCK Rông Việt

PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP (quay về trang 4)

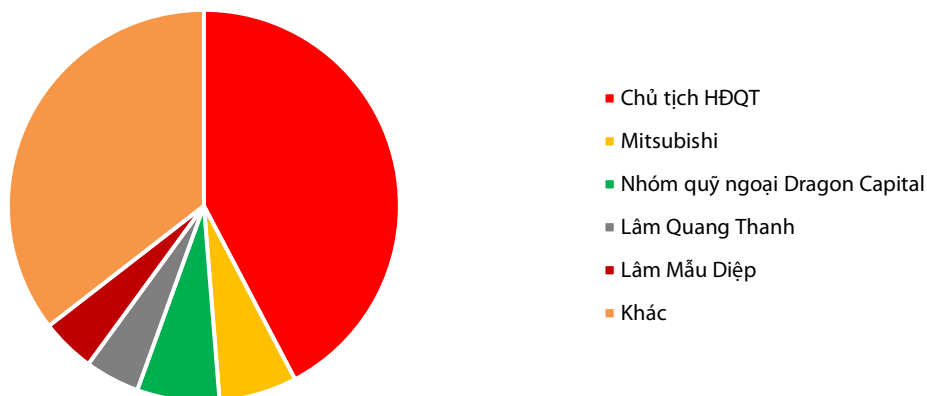
I. Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) được thành lập vào năm 1997. Công ty hoạt động trong lĩnh vực sau:

- Nuôi trồng thủy sản nội địa, chế biến bảo quản thủy sản và các sản phẩm từ thủy sản; mua bán thủy hải sản, nguyên vật liệu và thức ăn thủy sản;
- Sản xuất Collagen & Gelatin thủy phân dùng cho dược phẩm, mỹ phẩm, thực phẩm;
- Sản xuất và mua bán thực phẩm: bánh phồng tôm, hủ tiếu, bánh phở và;
- Chế biến và bảo quản rau quả.

Người có ảnh hưởng lớn tại VHC là Chủ tịch HĐQT – bà Trương Thị Lệ Khanh. Hiện tại, bà Khanh nắm 42,3% số cổ phiếu đang lưu hành. Cổ đông lớn khác Mitsubishi (6,42%). Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do của doanh nghiệp hiện ở mức cao 83,4%. Tỷ lệ sở hữu của NĐT nước ngoài duy trì ở mức dưới 15% (Hình 15).

Hình 13: Cơ cấu cổ đông của VHC



Nguồn: HSX, CTCK Rông Việt

II. Hoạt động kinh doanh cốt lõi (quay về trang 4)

Mảng cá tra: đây là mảng chính và lâu đời nhất của Công ty. Tuy nhiên, đóng góp của mảng này trong tổng doanh thu đã giảm dần từ mức 73% năm 2017 xuống mức 56% vào năm 2023. Công suất chế biến cá đạt khoảng 1200 tấn/ngày và được bán với thương hiệu MeKong và Basa Master.

Mảng cá tra giá trị gia tăng: gồm cá tẩm bột, cá tẩm gia vị. Tuy nhiên tỷ trọng mảng này chỉ chiếm từ 1-2% tổng doanh thu.

Mảng phụ phẩm: mảng này gồm bột cá, mỡ cá và dầu cá. Trong đó, doanh thu mảng bột cá là chủ yếu. Mảng này đóng góp 17% tổng doanh thu của doanh nghiệp trong năm 2023.

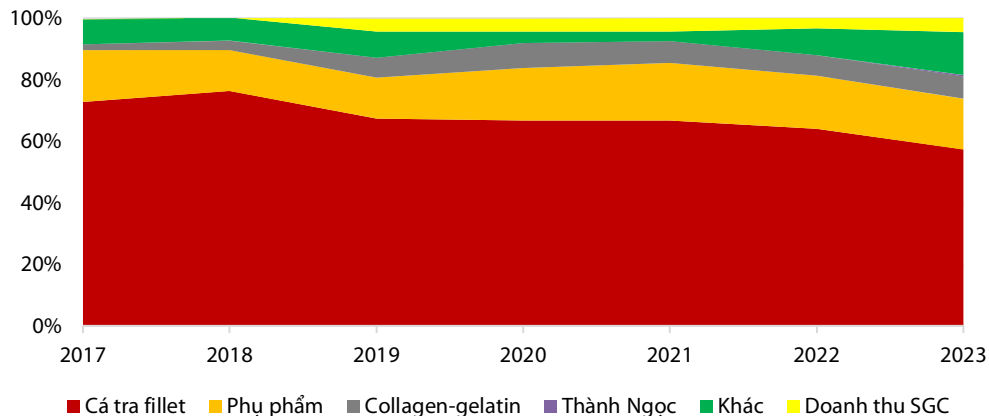
Mảng C&G: Mảng có biên gộp cao nhất nhờ kinh doanh sản phẩm sắc đẹp là Collagen. Công suất hiện tại của mảng này là 3.500 tấn/năm và dự kiến tăng lên 7.000 tấn/năm trong năm nay.

Mảng Sa Giang: chủ yếu sản xuất bánh phồng tôm và sản phẩm từ gạo.

Mảng Thành Ngọc: mảng mới của Công ty với sản phẩm gồm các loại trái cây sấy thăng hoa như xoài, thanh long. Mảng này mới hoạt động năm 2023 với doanh thu 50 tỷ (tương đương 0,5% tổng doanh thu 2023).

Các mảng khác bao gồm kinh doanh thức ăn chăn nuôi với nhà máy Feed Zone với tổng công suất 350 nghìn tấn/năm chủ yếu phục vụ cho tiêu thụ nội địa.

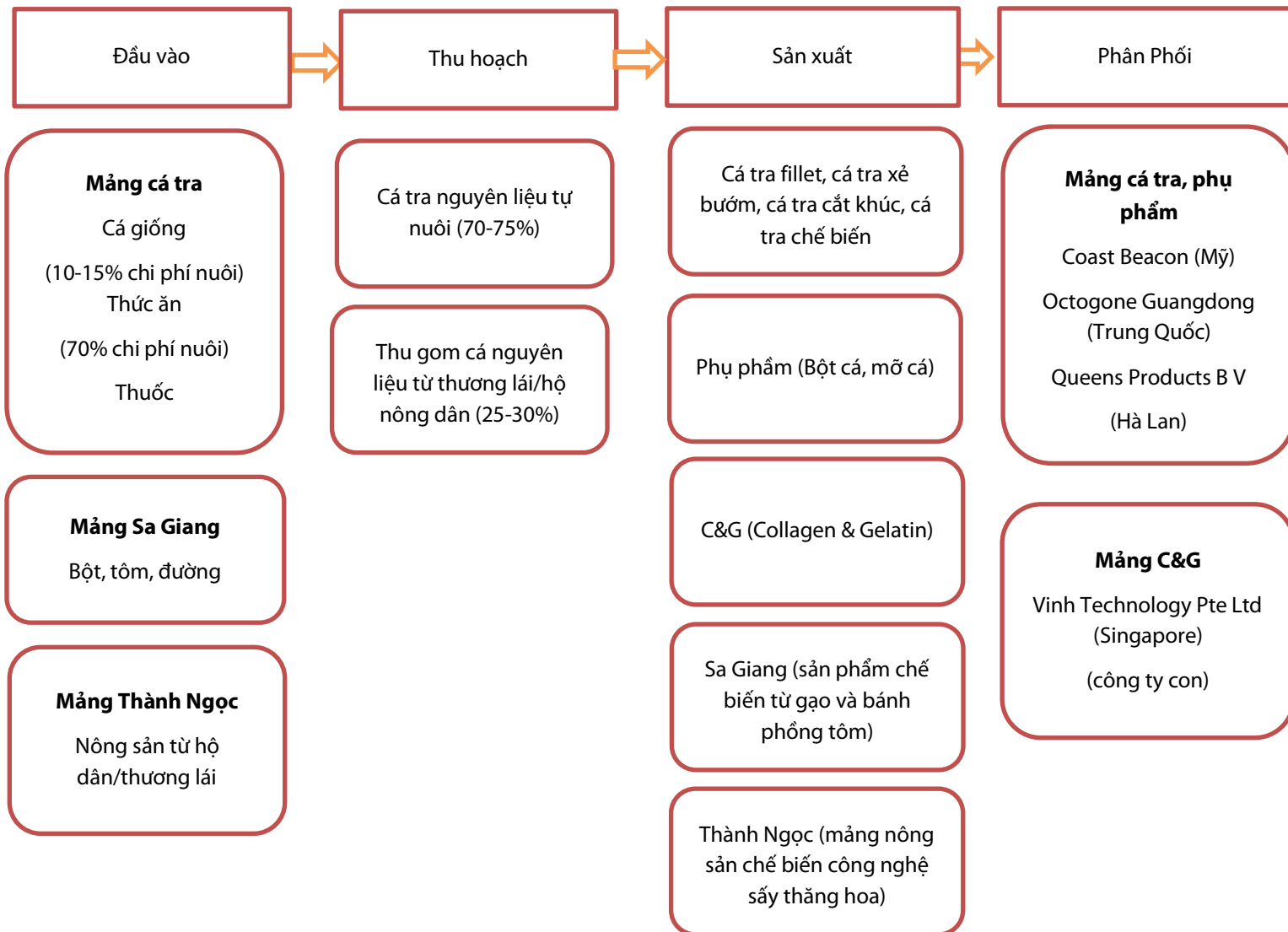
Hình 14: Đóng góp doanh thu theo mảng kinh doanh



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

III. Chuỗi giá trị doanh nghiệp (quay về trang 4)

Hình 15: Chuỗi giá trị trong hoạt động của VHC



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

1. Nguyên liệu đầu vào:

Mảng cá tra: nguyên liệu đầu vào của mảng cá tra là cá giống, thức ăn và thuốc. Trong đó, cá giống do Công ty TNHH Sản xuất Giống Cá tra Vĩnh Hoàn sản xuất với tỷ lệ tự chủ ước tính 70%-100%. Thức ăn thì do Công ty TNHH Thức ăn Thủy sản Feed One, tuy nhiên công ty phải nhập nông sản (bã đậu nành) để sản xuất. Sản lượng thức ăn dự kiến cung cấp đủ 100% để nuôi cá tra nguyên liệu.

Mảng C&G: Nguyên liệu đầu vào từ việc tận dụng da cá tra nguyên liệu sau khi chế biến cá tra.

Mảng Sa Giang: nguyên liệu chủ yếu là bột, đường, tôm với chi phí nguyên liệu chiếm 60% chi phí đầu vào.

2. Thu hoạch: VHC cố gắng duy trì tỷ lệ tự cung cá tra nguyên liệu ở mức 70-75% và còn lại mua bên ngoài từ các hộ nuôi trồng. Tỷ lệ tự cung cá tra ở mức cao giúp doanh nghiệp duy trì nguồn cung nguyên liệu ổn định để tránh bị ảnh hưởng bởi giá cá nguyên liệu cao như năm 2018.

3. Sản xuất:

Mảng cá tra do hai công ty con sản xuất cá tra đều ở Đồng Tháp là Công ty TNHH Một thành viên Thực phẩm Vĩnh Phước và Công ty TNHH Một thành viên Thanh Bình Đồng Tháp. Tổng công suất của 2 nhà máy vào khoảng 1.200 tấn/ngày. VHC hiện chưa chạy hết công suất tại hai nhà máy. Vì vậy, rủi ro đối với việc thiếu công suất theo chúng tôi đánh giá là thấp.

Mảng C&G do Công ty TNHH Một thành viên Vĩnh Hoàn Collagen sản xuất với nhà máy đạt tiêu chuẩn GMP-WHO.

Mảng Sa Giang do Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Sa Giang sản xuất. Công suất ước tính gần đây là 9.000 tấn/năm cho mảng bánh phồng tôm và 6.000 tấn/năm cho sản phẩm từ gạo và đang hoạt động hết công suất. Năm nay, VHC cũng dự tính nâng công suất cho mảng này.

Đối với mảng Thành Ngọc do Công ty TNHH Nông sản Thực phẩm Thành Ngọc sản xuất với công nghệ sấy thăng hoa từ Châu Âu giúp cho sản phẩm nông sản chế biến luôn được tươi.

4. Phân Phối: VHC chủ yếu phân phối cá tra qua Coast Beacon ở Mỹ và Octogone Guangdong ở Trung Quốc. Sản phẩm cá tra GTGT thì chủ yếu qua Queens Products B V ở Hà Lan. Sản phẩm C&G và Sa Giang thì chủ yếu qua Vinh Technology ở Singapore. Sản phẩm Thành Ngọc chủ yếu bán cho Mercer Foods ở Mỹ và Kanematsu Corporation ở Nhật. Sản phẩm phụ phẩm gồm bột cá và mỡ cá chủ yếu xuất qua Trung Quốc và Hồng Kông.

Bảng 11: Mảng kinh doanh và các HS Code xuất khẩu chính của VHC

Mảng kinh doanh	Sản phẩm	Mã HS Code chủ yếu
Cá tra đông lạnh	Cá tra cắt khúc, xè bươm	03032400
	Cá tra fillet	03046200; 03043200
Cá tra GTGT	Cá tra fillet tẩm bột	16041990
	Cuộn cá hồi, surimi, chả cá tra	16042099; 16042000; 16042100
C&G	Bột Gelatin	35030000; 35030041; 35030049
	Bột Collagen	35040000
Sa Giang	Collagen thủy phân	21069072; 21069089; 21069099
	Sản phẩm từ gạo	19021990; 19023020; 19023090; 19049010; 19059070
Phụ phẩm	Bánh phồng tôm	19059090
	Bột cá tra	23012010; 23012000
Thành Ngọc	Mỡ cá tra, dầu cá tra	15042090
	Củ sen cắt đông lạnh	07149091
	Xoài, dưa lưới cắt đông lạnh	08119000
	Bắp mỹ đông lạnh	07104000
	Chuối chiên, thanh long	20089990
	Đậu bắp, đậu nành	07102900

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 12: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

DOANH THU THUẦN	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tổng doanh thu	7.165	9.060	13.464	10.076	12.506	14.047	15.212	16.313	17.238
Cá tra fillet	4.642	5.927	8.485	5.647	6.375	7.127	7.669	8.154	8.507
Phụ phẩm	1.226	1.697	2.331	1.669	1.820	2.035	2.190	2.328	2.429
Cá tra GTGT	145	127	148	129	146	166	184	195	206
Collagen-Gelatin	582	642	885	724	959	1.131	1.275	1.438	1.621
SGC	311	384	444	455	802	891	967	1.051	1.143
Thành Ngọc				50	300	345	397	456	525
Khác	259	284	1.171	1.402	2.104	2.352	2.531	2.691	2.807
% tăng trưởng cùng kỳ	-10,55%	28,66%	46,13%	-24,17%	24,65%	12,32%	8,30%	7,24%	5,67%
Cá tra fillet	-9,98%	27,69%	43,15%	-33,44%	12,89%	11,80%	7,60%	6,33%	4,32%
Phụ phẩm	17,77%	38,42%	37,36%	-28,40%	9,06%	11,80%	7,60%	6,33%	4,32%
Cá tra GTGT	-13,17%	-12,41%	16,54%	-12,84%	13,00%	14,00%	10,90%	5,70%	6,00%
Collagen-Gelatin	13,23%	10,31%	37,85%	-18,20%	32,50%	17,89%	12,76%	12,76%	12,76%
SGC	-2,39%	23,23%	15,85%	2,35%	76,39%	11,07%	8,53%	8,65%	8,77%
Thành Ngọc					500%	15%	15%	15%	15%
Khác	-62,83%	9,35%	312,89%	19,73%	50,05%	11,80%	7,60%	6,33%	4,32%
% tổng doanh thu	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Cá tra fillet	64,78%	65,42%	63,02%	56,05%	50,97%	50,74%	50,41%	49,99%	49,35%
Phụ phẩm	17,11%	18,73%	17,31%	16,56%	14,55%	14,49%	14,39%	14,27%	14,09%
Cá tra GTGT	2,02%	1,40%	1,10%	1,28%	1,17%	1,18%	1,21%	1,19%	1,20%
Collagen-Gelatin	8,12%	7,09%	6,57%	7,18%	7,67%	8,05%	8,38%	8,81%	9,41%
SGC	4,34%	4,23%	3,30%	4,51%	6,42%	6,34%	6,36%	6,44%	6,63%
Thành Ngọc	0,00%	0,00%	0,00%	0,50%	2,40%	2,46%	2,61%	2,80%	3,04%
Khác	3,62%	3,13%	8,70%	13,91%	16,82%	16,74%	16,64%	16,50%	16,28%

Nguồn: VHC, CTCK Rông Việt

Bảng 13: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tổng	1.015	1.756	2.976	1.493	1.899	2.548	2.943	3.298	3.576
Cá tra	663	1.370	2.445	1.108	1.272	1.851	2.201	2.477	2.670
Collagen-Gelatin	285	302	416	290	403	452	485	546	616
SGC	67	84	115	96	224	245	257	275	290
BIẾN LỢI NHUẬN GỘP									
Tổng	14,42%	19,39%	22,49%	14,88%	15,18%	18,14%	19,34%	20,22%	20,74%
Cá tra & khác	10,57%	17,05%	20,15%	12,45%	11,84%	15,39%	16,97%	17,92%	18,44%
Collagen-Gelatin	49,00%	47,00%	47,00%	40,00%	42,00%	40,00%	38,00%	38,00%	38,00%
SGC	21,39%	22,00%	25,90%	21,05%	27,94%	27,45%	26,55%	26,19%	25,40%

Nguồn: VHC, CTCK Rông Việt ước tính. Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận gộp là ước tính và giả định của chúng tôi, không phải nguồn VHC.

PHỤ LỤC 2 – CÁC DOANH NGHIỆP KINH DOANH TƯƠNG ĐỒNG VỚI VHC ([quay về trang 4](#))

Đối với từng mảng kinh doanh, chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp như sau để làm tham chiếu phục vụ cho mục đích báo cáo.

Mảng cá tra ([quay về trang 6](#))

Chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp kinh doanh các loại cá khác làm tham chiếu với nhận định các doanh nghiệp này có cùng thị trường xuất khẩu tại Mỹ và các doanh nghiệp này là những doanh nghiệp đầu ngành tại các nước.

Công ty Cổ phần Tập đoàn Thai Union tham gia vào sản xuất và kinh doanh hải sản đông lạnh, ướp lạnh và đóng hộp tại Thái Lan và quốc tế. Công ty hoạt động qua bốn mảng chính: Hải sản đóng hộp; Hải sản đông lạnh và ướp lạnh cùng các ngành kinh doanh liên quan; Thức ăn cho thú cưng; và Các ngành kinh doanh giá trị gia tăng khác. Công ty cung cấp các sản phẩm hải sản đóng hộp, bao gồm cá ngừ, cá mòi, cá thu, cá trích và cá hồi cho khách hàng bán lẻ và bán sỉ; hải sản đông lạnh và ướp lạnh như tôm, tôm hùm và cá được bán trực tiếp cho nhà hàng, khách sạn và các nhà cung cấp dịch vụ ăn uống; các sản phẩm sẵn sàng nấu hoặc ăn liền, cũng như các món bánh ngọt; nguyên liệu từ biển để sử dụng trong hàng tiêu dùng, Công ty cung cấp sản phẩm dưới các thương hiệu Chicken of the Sea, Genova, John West, Petit Navire, Parmentier, King Oscar, Mareblu, Rügen Fisch, Sealect, Fisho, QFresh, Monori, Bellotta và Marvo, Red Lobster, và Thammachart Seafood. Công ty được thành lập năm 1977 và có trụ sở chính tại Mueang Samut Sakhon, Thái Lan doanh nghiệp kinh doanh thủy sản hàng đầu ở Thái Lan với các sản phẩm đa dạng từ cá ngừ, cá hồi, tôm, thức ăn thú cưng. Tỷ lệ doanh thu của sản phẩm thủy sản đạt 91% và có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ là 41%

High Liner Foods chế biến và kinh doanh các sản phẩm hải sản đông lạnh tại Bắc Mỹ. Công ty cung cấp một loạt các sản phẩm hải sản đông lạnh, bao gồm phi lê cá sống và động vật có vỏ, động vật có vỏ đã nấu chín; và các sản phẩm giá trị gia tăng, chẳng hạn như hải sản sốt, phủ men, tẩm bột và chiên giòn, các món ăn từ hải sản, và phô mai que tẩm bột dưới các thương hiệu High Liner, Fisher Boy, Sea Cuisine, C. Wirthy, Mirabel, Catch of the Day, High Liner Culinary, Icelandic Seafood, và FPI. Công ty bán sản phẩm của mình thông qua các nhà phân phối đến các cửa hàng bán lẻ và câu lạc bộ; các nhà phân phối dịch vụ ăn uống đến các khách sạn, nhà hàng, tổ chức y tế và giáo dục; và qua trang web của mình. High Liner Foods Incorporated được thành lập vào năm 1899 và có trụ sở chính tại Lunenburg, Canada. Tỷ trọng doanh thu thủy sản của doanh nghiệp này là 100%.

Tập đoàn Nissui (Nhật Bản) được thành lập năm 1911 và tham gia vào các lĩnh vực sản phẩm biển, thực phẩm, hóa chất tinh chế, phân phối và các ngành kinh doanh liên quan đến biển/kỹ thuật tại Nhật Bản và quốc tế. Công ty cung cấp các sản phẩm như cá hồi, cá minh thái Alaska, cá cam, tôm, cá ngừ, cua, và cá cam, cũng như thức ăn cho cá, dầu và các sản phẩm bột cá. Công ty cũng sản xuất và bán thực phẩm đông lạnh cho sử dụng gia đình và dịch vụ ăn uống, thực phẩm đóng hộp, xúc xích cá và các sản phẩm từ surimi, cũng như thực phẩm ướp lạnh. Tỷ lệ doanh thu của sản phẩm thủy sản đạt 93% và có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ là 17%.

Camanchaca S.A. tham gia vào ngành công nghiệp đánh bắt cá tại Chile, Hoa Kỳ, Mexico, Nhật Bản, Châu Âu và Trung Quốc. Công ty sản xuất bột cá, cá thu đóng đông và đóng hộp, tôm hùm langostino và dầu cá ở miền bắc và miền nam Chile; và tham gia vào các hoạt động nuôi cá hồi. Công ty cũng tham gia nuôi trai, bào ngư và các loại động vật có vỏ, cũng như các hoạt động logistics. Ngoài ra, công ty xuất khẩu cá và động vật có vỏ sang khoảng 50 quốc gia. Trước đây, công ty có tên là Compañía Pesquera Camanchaca S.A. Camanchaca S.A. được thành lập vào năm 1965 và có trụ sở tại Santiago, Chile. Tỷ lệ doanh thu của sản phẩm thủy sản đạt 95% và có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ là 34%.

Bảng 14: Các chỉ số chính của các doanh nghiệp kinh doanh mangan

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
Số ngày phải thu	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
THAI UNION	38,2x	38,2x	33,0x	30,9x	31,7x	37,3x	
High Liner Foods	30,2x	32,5x	32,2x	30,2x	30,7x	32,7x	
Nissui Corp	44,2x	44,6x	46,1x	43,6x	44,0x	44,7x	
CAMANCHA	45,8x	51,0x	51,1x	35,4x	34,4x	30,8x	
Trung bình	39,6x	41,5x	40,6x	35,0x	35,2x	36,4x	37,60
Trung vị	41,2x	41,4x	39,5x	33,1x	33,1x	35,0x	36,51
Số ngày tồn kho	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
THAI UNION	130,1x	129,3x	126,6x	134,8x	141,1x	166,6x	
High Liner Foods	80,2x	75,8x	70,0x	70,8x	63,2x	73,1x	
Nissui Corp	79,9x	85,5x	91,5x	85,6x	89,5x	93,3x	
CAMANCHA	136,4x	152,3x	162,2x	136,6x	153,9x	166,4x	
Trung bình	106,7x	110,7x	112,6x	106,9x	111,9x	124,9x	112,92
Trung vị	105,2x	107,4x	109,1x	110,2x	115,3x	129,9x	114,07
Số ngày phải trả	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
THAI UNION	44,6x	43,6x	37,4x	34,0x	35,2x	40,3x	
High Liner Foods	77,7x	65,4x	67,8x	61,6x	58,4x	81,3x	
Nissui Corp	29,6x	27,8x	27,3x	28,1x	26,8x	27,4x	
CAMANCHA	63,3x	55,0x	57,9x	54,6x	55,2x	55,6x	
Trung bình	53,8x	48,0x	47,6x	44,6x	43,9x	51,1x	47,64
Trung vị	53,9x	49,3x	47,7x	44,3x	45,2x	47,9x	47,44
Biên LN gộp	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
THAI UNION	14,2x	15,9x	17,7x	18,2x	17,5x	17,1x	
High Liner Foods	17,9x	19,7x	21,5x	22,7x	21,5x	20,2x	
Nissui Corp	19,5x	19,4x	15,7x	16,0x	15,1x	15,1x	
CAMANCHA	21,5x	18,6x	6,3x	8,6x	19,5x	15,6x	
Trung bình	18,3x	18,4x	15,3x	16,4x	18,4x	17,0x	17,24
Trung vị	18,7x	19,0x	16,7x	17,1x	18,5x	16,3x	17,62
CPBH&QLDN/DT thuần	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
THAI UNION	14,2x	15,9x	17,7x	18,2x	17,5x	17,1x	
High Liner Foods	17,9x	19,7x	21,5x	22,7x	21,5x	20,2x	
Nissui Corp	19,5x	19,4x	15,7x	16,0x	15,1x	15,1x	
CAMANCHA	21,5x	18,6x	6,3x	8,6x	19,5x	15,6x	
Trung bình	18,3x	18,4x	15,3x	16,4x	18,4x	17,0x	17,24
Trung vị	18,7x	19,0x	16,7x	17,1x	18,5x	16,3x	17,62
Biên LN ròng	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
THAI UNION	2,4x	3,0x	4,7x	5,7x	4,6x	-10,2x	
High Liner Foods	1,6x	1,1x	3,5x	4,8x	5,1x	2,9x	
Nissui Corp	2,2x	2,1x	2,3x	2,5x	2,8x	2,9x	
CAMANCHA	5,5x	3,3x	-4,7x	1,3x	5,3x	0,7x	
Trung bình	2,9x	2,4x	1,5x	3,6x	4,4x	-0,9x	2,29
Trung vị	2,3x	2,6x	2,9x	3,7x	4,9x	1,8x	3,11

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Mảng Collagen (quay về trang 5)

Nitta Gelatin Inc. sản xuất và bán gelatin ăn được, gelatin dược phẩm và gelatin dùng trong nhiếp ảnh tại Nhật Bản. Công ty sản xuất và bán các sản phẩm liên quan từ collagen lấy từ xương và da động vật, vảy và da cá; gelatin cho các ứng dụng trong các lĩnh vực công nghiệp bao gồm thị trường thực phẩm và dược phẩm; và collagen peptide, được công nhận là hợp chất sinh học hoạt tính và là vật liệu có chức năng điều tiết sinh học, được sản xuất bằng công nghệ phân giải protein của công ty. Công ty cũng sản xuất và bán chất tạo gel ăn được và các nguyên liệu thực phẩm khác; và các chất ổn định cho bánh kẹo, món tráng miệng, món ăn sẵn, thực phẩm ướp lạnh, v.v. Ngoài ra, công ty sản xuất và bán collagen và gelatin y tế cho các nhà sản xuất thiết bị y tế, các viện nghiên cứu, và những đơn vị khác sử dụng như một vật liệu sinh học cho da và xương nhân tạo. Nitta Gelatin Inc. được thành lập vào năm 1918 và có trụ sở tại Osaka, Nhật Bản.

GELITA AG tại Đức cung cấp các loại protein collagen. Công ty cung cấp gelatin, collagen, và collagen peptide, cũng như chất béo, protein và khoáng chất cho các ngành công nghiệp thực phẩm, sức khỏe, dinh dưỡng, và dược phẩm, cũng như các ứng dụng kỹ thuật. GELITA phục vụ khách hàng trên toàn thế giới.

Nippi, Inc. tham gia vào sản xuất và kinh doanh da, collagen, gelatin, và các sản phẩm chăm sóc sức khỏe khác. Công ty có các mảng kinh doanh sau: Collagen & Vỏ bọc và Gelatin, Mỹ phẩm và Da, và các mảng khác. Mảng Collagen & Vỏ bọc sản xuất và bán collagen ăn được, vỏ bọc cho xúc xích. Mảng Gelatin nhập khẩu và sản xuất collagen peptide và gelatin cho mục đích thực phẩm, dược phẩm, công nghiệp, và nhiếp ảnh. Mảng Mỹ phẩm sản xuất và bán mỹ phẩm làm từ collagen.

Bảng 15: Các chỉ số chính của các doanh nghiệp kinh doanh mảng C&G

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
Biên LN gộp	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
NITTA GELATIN	21,1x	20,3x	21,1x	20,5x	22,0x	22,7x	
Nippi Inc.	22,9x	19,9x	23,1x	24,6x	25,1x	23,2x	
Gelita	48,1x	49,3x	50,8x	47,4x			
Trung bình	30,7x	29,8x	31,7x	30,9x	23,6x	23,0x	27,78
Trung vị	22,9x	20,3x	23,1x	24,6x	23,6x	23,0x	23,03
CPBH&QLDN/DT thuần	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
NITTA GELATIN	15,7x	15,2x	13,8x	14,0x	15,0x	14,9x	
Nippi Inc.	16,5x	16,8x	17,6x	20,6x	19,4x	18,1x	
Trung bình	16,1x	16,0x	15,7x	17,3x	17,2x	16,5x	16,56
Trung vị	16,1x	16,0x	15,7x	17,3x	17,2x	16,5x	16,56
Biên LN ròng	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
NITTA GELATIN	-1,6x	2,7x	-2,0x	2,4x	2,3x	4,0x	
Nippi Inc.	2,3x	0,4x	3,0x	11,9x	2,9x	2,6x	
Gelita	8,2x	8,8x	9,3x	7,1x			
Trung bình	2,9x	4,0x	3,4x	7,1x	2,6x	3,3x	4,01
Trung vị	2,3x	2,7x	3,0x	7,1x	2,6x	3,3x	3,68

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 16: Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp kinh doanh mảng C&G theo tỷ trọng C&G

Biên gộp	Tỷ lệ C&G trong tổng doanh thu	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NITTA GELATIN (Nhật)	100% C&G	19,8	18,7	20,8	23,0	21,1	20,3	21,1	20,5	22,0	22,7
AMICOGEN INC (Hàn)	5-6% C&G	51,2	36,8	34,4	33,7	32,3	42,1	38,8	36,0	31,9	34,5
Nippi Inc (Nhật)	47,8% C&G	23,1	21,8	22,0	24,0	22,9	19,9	23,1	24,6	25,1	23,2
Gelita (Đức)	100% C&G	42,2	42,2	49,8	46,1	48,1	49,3	50,8	47,4		
Trung vị		32,6	29,3	28,2	28,8	27,6	31,2	31,0	30,3	25,1	23,2
Trung bình		34,1	29,8	31,8	31,7	31,1	32,9	33,5	32,1	26,4	26,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Mảng Sa Giang [\(quay về trang 6\)](#)

Do mảng Sa Giang có sản phẩm bánh phồng tôm và phở chủ yếu sản xuất tại Việt Nam nên chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp Bích Chi được xem là doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh tương đồng.

Công ty CP Thực phẩm Bích Chi được thành lập vào năm 1966, trải qua những năm tháng dựng xây, phát triển và không ngừng đổi mới, đã nhanh chóng khẳng định được tên tuổi của mình, trở thành một trong những thương hiệu hàng đầu trong lĩnh vực chế biến thực phẩm tại Việt Nam. Công ty kinh doanh những dòng sản phẩm như Bột dinh dưỡng, bánh phồng tôm, phở - hủ tiếu - miến - bánh tráng và các sản phẩm ăn liền.

Bảng 17: Các chỉ số chính của doanh nghiệp Bích Chi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Biên LN gộp	21,7x	27,3x	29,2x	23,7x	27,5x	23,5x
CPBH&QLDN/DT thuần	10,9x	10,5x	9,8x	12,4x	11,2x	10,4x
Biên LN ròng	7,9x	12,2x	15,7x	10,5x	15,5x	10,7x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 3 – QUY MÔ THỊ TRƯỜNG THỦY SẢN [\(quay về trang 4\)](#)

Tiêu thụ thủy sản chậm lại giai đoạn 2023-2033 [\(quay lại trang 5\)](#)

Theo báo cáo của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OCED) trong tháng 7/2024 cho triển vọng 10 năm 2023-2033, sản lượng tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người trung bình 2021-2023 của thế giới đạt 20,85 kg/người/năm. Trong các khu vực, khu vực Châu Á có mức tiêu thụ thủy sản cao nhất và được kỳ vọng tăng trưởng cao nhất đến năm 2033.

Bảng 18: Tiêu thụ bình quân đầu người tại các châu lục (kg/người/năm) và ước tính đến năm 2033

Tiêu thụ bình quân đầu người	2021-2023	2033	2033/2023	Tăng trưởng kép giai đoạn 2023-2033
Thế giới	20,85	21,4	3%	0,26%
Châu Phi	9,57	9,3	-3%	-0,29%
Bắc Mỹ	23,14	23,9	3%	0,32%
Mỹ Latin và Caribe	10,64	11,1	4%	0,42%
Châu Á	25,51	27,1	6%	0,61%
EU	20,63	20,5	-1%	-0,06%
Châu Úc	22,88	23,1	1%	0,10%

Nguồn: OCED, CTCK Rông Việt

Dựa trên dữ liệu của World bank, dân số ở EU và Trung Quốc ước tính giảm dần hàng năm đến năm 2033 với mức giảm lần lượt 0,2% và 0,1% trong khi dân số tại thị trường Mỹ tăng trưởng kép hàng năm 0,5%. Và dựa trên số liệu tiêu thụ cá tại các thị trường của FAO, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ cá tại các thị trường Mỹ (US) và Trung Quốc (TQ) tăng trưởng 0,8% và 0,53% trong khi tại thị trường EU sẽ giảm dần 0,18%/ năm (Bảng 3).

Thị trường Mỹ

Theo số liệu của FAO, thị trường Mỹ có nhu cầu tiêu thụ các loại cá biển tầng đáy (cá bơn, cá tuyết, cá tuyết chấm đen) và cá biển tầng trung (cá hồi, cá ngừ, cá minh thái) chiếm lần lượt 59%/19% tổng nhu cầu tiêu thụ cá, trong khi nhu cầu cá nước ngọt (cá tra, cá rô phi) là 601 nghìn tấn (tương đương 14%).

Tuy nhu cầu tiêu thụ cá nước ngọt thấp nhưng sản lượng nhập khẩu cá nước ngọt ước đạt 1,4 triệu tấn (chiếm 47% tổng nhập khẩu tại Mỹ). Với sản lượng xuất khẩu cá tra sang thị trường này năm 2023 đạt 85 nghìn tấn (tương đương 2% nhu cầu tiêu thụ cá và 10% sản lượng nhập khẩu cá nước ngọt thì tiềm năng tăng trưởng sản lượng vẫn còn.

Từ đó, chúng tôi kỳ vọng thị phần sản lượng cá tra/tổng nhập khẩu cá fillet tại Mỹ được dự kiến tăng dần từ 10% năm 2023 lên 14% năm 2024 và tăng dần đến 16% trong năm 2028 nhờ duy trì giá bán ở mức nền thấp so với các loại cá khác. Trong khi đó, thị phần của VHC sẽ duy trì ở mức 47-48% tại thị trường này.

Thị trường EU (28 nước)

Tương tự thị trường Mỹ, thị trường EU cũng có sở thích tiêu thụ cá biển nhiều hơn cá nuôi. Tổng thị phần tiêu thụ sản lượng cá nước ngọt chỉ chiếm 13% trong khi cá biển tầng đáy (cá bơn, cá tuyết, cá tuyết chấm đen) chiếm 35% còn cá biển tầng trung (cá hồi, cá ngừ, cá minh thái) chiếm 52%.

Sản lượng xuất khẩu của VHC kỳ vọng tăng trưởng kép 7,1%/năm giai đoạn 2023-2028 nhờ thị phần sản lượng cá tra/tổng cá fillet nhập khẩu tại EU kỳ vọng tăng nhẹ từ 4% lên 5% và tương đương mức tăng từ 1,6% lên 2,1% khi thị trường EU còn nhiều niềm năng. Bên cạnh đó, thị phần xuất khẩu cá tra của VHC tại EU kỳ vọng tăng từ mức 13,7% đến 15,5%.

Thị trường Trung Quốc

Chúng tôi kỳ vọng thị phần sản lượng cá tra xuất khẩu sang thị trường này sẽ tăng nhẹ từ 57% lên 62%, tương đương thị phần tiêu thụ từ 0,8% lên 1% nhờ giá cá tra duy trì ở mức giá cạnh tranh trong khi mức cạnh tranh còn cao.

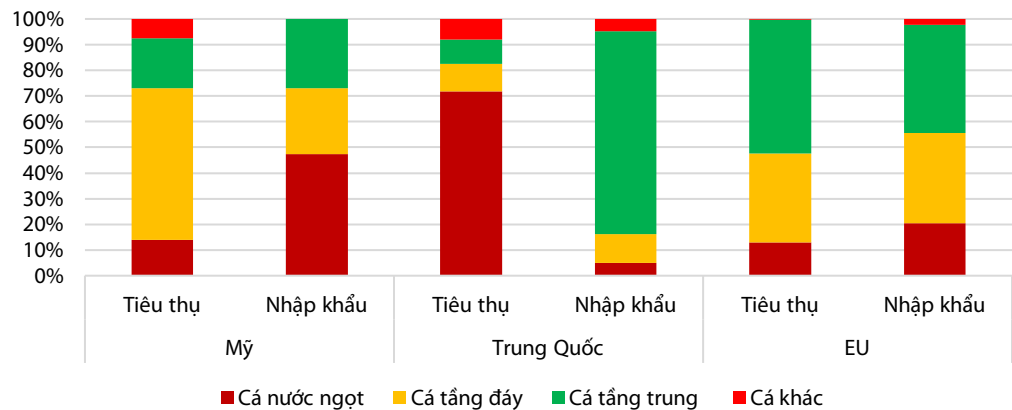
Ngược lại với thị trường Mỹ và EU, thị trường Trung Quốc được xem là thị trường tiêu thụ cá lớn nhất thế giới khi có mức tiêu thụ sản lượng cá ước tính hàng năm là 38 triệu tấn, trong đó cá nước ngọt có mức tiêu thụ trung bình 27 triệu tấn giai đoạn 2017-2022 (chiếm 71% tổng sản lượng cá tiêu thụ).

Thị trường Trung Quốc thường được xem là thị trường tiềm năng khi tổng sản lượng xuất khẩu của cá tra Việt Nam qua Trung Quốc dao động từ 200-300 nghìn tấn/năm. Mức sản lượng này tương đương 1% tổng nhu cầu tiêu thụ cá và 50% tổng sản lượng nhập khẩu cá nước ngọt tại Trung Quốc.

Tuy nhiên, mức độ cạnh tranh về giá rất cao với các loại cá nuôi nội địa tại Trung Quốc. Theo số liệu của USDA, tổng sản lượng 5 loại cá chép nước ngọt như cá trắm cỏ, cá mè trắng Hoa Nam, cá diếc, cá mè hoa và cá chép đát 18,7 triệu năm 2022 (chiếm 70% tổng nhu cầu cá nước ngọt). Và sản lượng cá rô phi đạt 1,74 triệu tấn (chiếm 6,4% tổng nhu cầu cá nước ngọt).

Các tỉnh Guangdong, Hainan, Guangxi, Yunnan và Fujian chiếm tổng 97,2% sản lượng cá rô phi năm 2022. Trong ngắn hạn, việc bão đi qua tỉnh Hải Nam (ước tính chiếm 20% tổng sản lượng cá rô phi) đã dẫn đến nguồn cung cá rô phi giảm và giá bán tăng. Tuy nhiên, nguồn cung cá rô phi sẽ sớm quay trở lại khi giá bán ở mức cao.

Hình 16: Thị phần tiêu thụ và nhập khẩu



Nguồn: FAO, CTCK Rồng Việt

Bảng 19: Dự phóng sản lượng cá tra xuất khẩu của VHC giai đoạn 2023-2028

Mục lục	Thị trường	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tăng trưởng kép 2023-2028
Dân số (triệu người)	US	332	332	333	335	337	338	340	341	343	0,5%
	EU	515	514	515	518	517	516	515	515	515	-0,1%
	TQ	1.411	1.412	1.412	1.411	1.410	1.409	1.408	1.407	1.405	-0,1%
Tiêu thụ bình quân đầu người (kg/ng/năm)	US	13,1	13,0	13,0	13,0	13,0	13,1	13,1	13,2	13,2	0,3%
	EU	9,6	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	-0,1%
	TQ	23,3	22,9	22,9	22,9	23,0	23,1	23,3	23,4	23,6	0,6%
Tổng tiêu thụ cá (nghìn tấn)	US	4.328	4.328	4.328	4.350	4.386	4.421	4.457	4.492	4.527	0,8%
	EU	4.967	4.989	4.989	5.014	5.000	4.989	4.982	4.975	4.969	-0,2%
	TQ	32.850	32.301	32.296	32.263	32.446	32.628	32.802	32.969	33.127	0,5%
Sản lượng cá tra xuất khẩu (nghìn tấn)	US	89,6	111,6	117,5	85,6	117,4	126,8	136,3	137,4	138,5	10,1%
	EU	56,7	46,9	82,1	82,3	91,4	92,6	93,4	102,7	102,5	4,5%
	TQ	308,9	215,1	269,2	246,9	238,5	275,2	276,7	278,1	320,5	5,4%
Thị phần cá tra xuất khẩu/tổng nhập khẩu	US	7,5%	12,9%	14,1%	10,3%	14,0%	15,0%	16,0%	16,0%	16,0%	N.A
	EU	2,6%	2,3%	3,7%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	5,0%	5,0%	N.A
	TQ	75,8%	64,0%	76,0%	56,8%	57,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	N.A
Thị phần cá tra xuất khẩu/tổng nhu cầu tiêu thụ	US	2,1%	2,6%	2,7%	2,0%	2,7%	2,9%	3,1%	3,1%	3,1%	N.A
	EU	1,1%	0,9%	1,6%	1,6%	1,8%	1,9%	1,9%	2,1%	2,1%	N.A
	TQ	0,9%	0,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	N.A
Sản lượng VHC xuất khẩu (nghìn tấn)	US	39,0	50,7	61,3	41,1	56,3	60,9	64,1	64,6	65,1	9,6%
	EU	12,8	11,5	10,3	11,3	13,5	13,9	14,5	15,9	15,9	7,1%
	TQ	15,1	14,3	8,4	8,4	8,8	10,2	11,1	12,8	12,8	8,7%
Thị phần sản lượng fillet của VHC/tổng cá tra xuất khẩu	US	43,5%	45,4%	52,2%	48,0%	48,0%	48,0%	47,0%	47,0%	47,0%	N.A
	EU	22,5%	24,4%	12,6%	13,7%	14,8%	15,0%	15,5%	15,5%	15,5%	N.A
	TQ	4,9%	6,7%	3,1%	3,4%	3,7%	3,7%	4,0%	4,6%	4,0%	N.A
Tổng sản lượng VHC xuất khẩu		72,6	85,0	89,0	74,4	93,4	101,2	106,2	110,3	112,2	8,6%

Nguồn: OECD, Worldbank, FAO, VASEP, CTCK Rồng Việt

Giá bán thủy sản khó tăng trưởng kép cao (quay lại trang 6)

Theo OECD, giá bán các loại thủy sản nuôi trồng kỳ vọng có mức tăng trưởng kép hàng năm tại 2% theo mức lạm phát (tương đương không tăng trưởng theo giá bán trước lạm phát). Mức tăng này cao hơn 10 năm trước tại mức tăng trưởng kép hàng năm tại 0,8%. Trong khi đó, giá bán trước lạm phát của thủy sản đánh bắt giảm 0,3% hàng năm.

Chúng tôi sử dụng giá nhập khẩu cá fillet tại Mỹ làm mẫu để xem xét tăng trưởng giá bán. Từ đó, chúng tôi nhận thấy mức tăng trưởng kép giá bán các loại cá fillet chính giai đoạn 2020-2024 đều dưới 2 chữ số. Giá bán cá tra fillet gần như không có mức tăng trưởng trong giai đoạn 2020-2024 do các doanh nghiệp muốn kiếm giá để đẩy sản lượng. Chính vì vậy, chúng tôi nhận thấy triển vọng tăng trưởng kép hàng năm giá bán cá tra trong giai đoạn bình ổn 2026-2028 sẽ tương đương 2%.

Bảng 20: Giá bán nhập khẩu trung bình 7 tháng các loại cá fillet tại Mỹ (USD/kg)

Các loại cá fillet	Giá bán (USD/kg)					Tăng trưởng kép trung bình 7 tháng giai đoạn 2020-2024
	7T2020	7T2023	7T2024	YoY (%)	YTD (%)	
Cá hồi tươi	10,74	13,45	13,78	2%	28%	6%
Cá hồi đông lạnh	12,32	15,74	14,84	-6%	20%	5%
Cá ngừ đông lạnh	11,15	12,51	11,14	-11%	0%	0%
Cá tuyết đông lạnh	7,5	10,34	8,54	-17%	14%	3%
Cá rô phi đông lạnh	3,28	3,8	4,36	15%	33%	7%
Cá biển đông lạnh	12,09	14,23	12,7	-11%	5%	1%
Cá tra/cá basa đông lạnh	2,84	3,46	2,8	-19%	-1%	0%

Nguồn: NOAA, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 4 – QUY MÔ CÁC MẢNG KINH DOANH CÒN LẠI (quay lại trang 4)

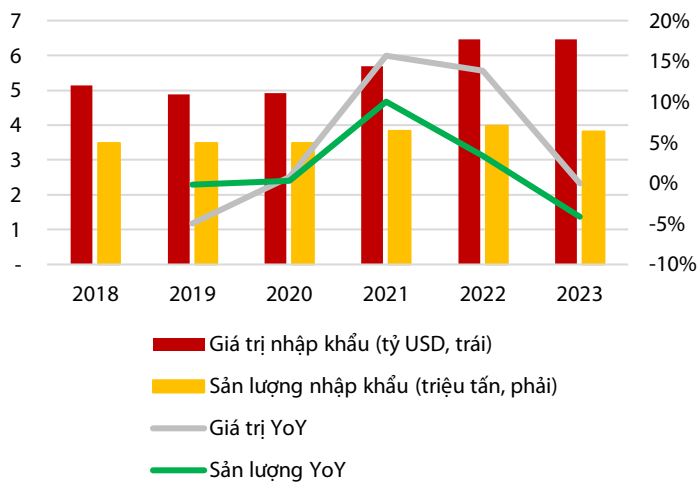
1. Mảng phụ phẩm (quay lại trang 6)

Dựa trên dữ liệu xuất khẩu, mảng bột cá chiếm tỷ trọng cao trong mảng này nên chúng tôi chỉ xem xét thị trường mảng bột cá. Doanh thu của mảng này sẽ tiếp tục tăng chủ yếu nhờ sản lượng do thị phần còn thấp và phải cạnh tranh với Peru. Doanh thu năm 2023 của mảng này đạt 1,7 nghìn tỷ (tương đương 68 triệu USD tại tỷ giá USD/VND là 25.000 đồng) và chủ yếu xuất khẩu qua Trung Quốc. Doanh thu mảng này của VHC chỉ tương đương 2% thị phần tại Trung Quốc và 16% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang Trung Quốc. Quy mô và tiềm năng tăng trưởng của mảng này như sau.

Giá trị nhập khẩu của mảng bột cá (theo HS Code 230120) năm 2023 là 6,4 triệu USD và có mức tăng trưởng 5%/năm cho giai đoạn 2018-2023. Tổng sản lượng nhập khẩu của mảng này năm 2023 là 3,8 triệu tấn và có mức tăng trưởng 2%/năm giai đoạn 2018-2023. Top 3 nước đối với nhập khẩu sản lượng mảng này là Trung Quốc/Na uy/Nhật với thị phần sản lượng lần lượt là 46%/6%/4%. Giá trị nhập khẩu bột cá của Trung Quốc là 2,9 tỷ USD với Top 3 nước nhập khẩu là Peru/Việt Nam/Nga.

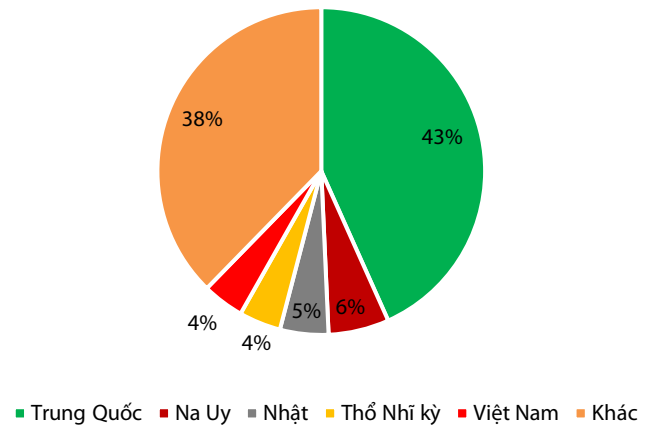
Theo OECD, sản lượng xuất khẩu của bột cá ước đạt 3,6 triệu tấn (tăng 4% so với năm 2023) trong khi giá bán trước lạm phát sẽ giảm dần 0,7%/năm.

Hình 17: Giá trị nhập khẩu toàn thế giới mảng bột cá (nghìn tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải)



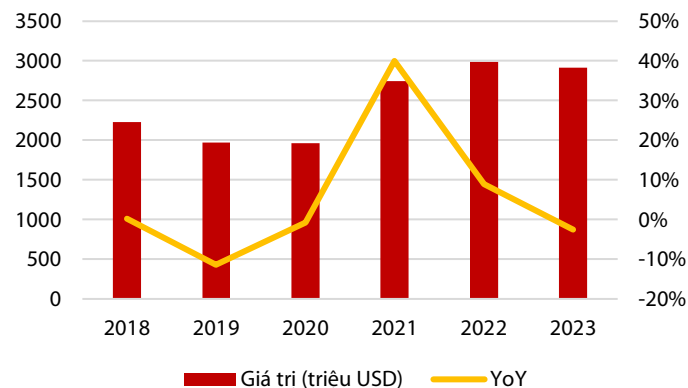
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Thị phần sản lượng nhập khẩu bột cá của các nước



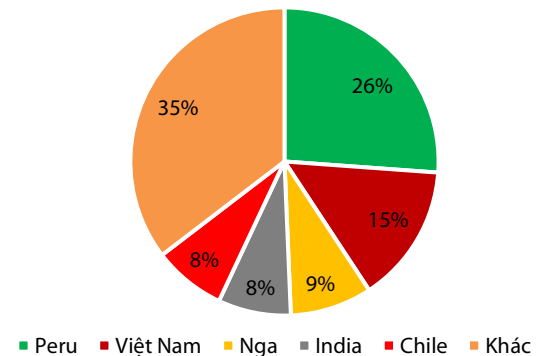
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Giá trị nhập khẩu mảng bột cá (nghìn tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải) của Trung Quốc



Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Thị phần sản lượng nhập khẩu bột cá của các nước nhập khẩu vào Trung Quốc



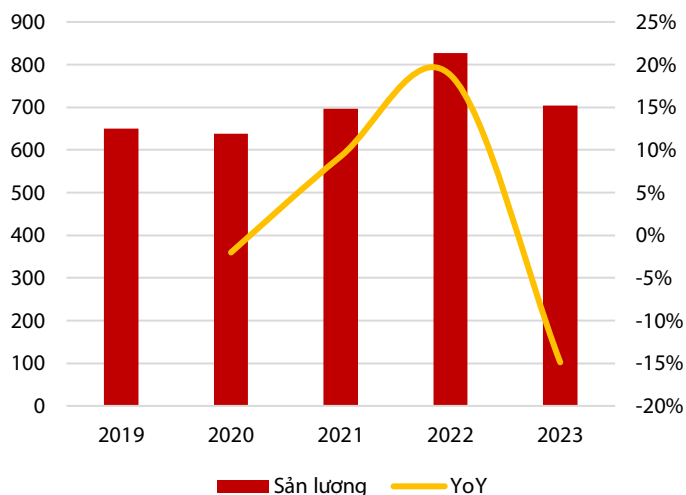
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

2. Màng Collagen & Gelatin (quay lại trang 5) (quay lại trang 4)

Tổng sản lượng nhập khẩu thế giới năm 2023 của màng Collagen là 704 nghìn tấn và có mức tăng trưởng 2%/năm giai đoạn 2018-2023. Trong khi đó, màng Gelatin là 313 nghìn tấn và giảm 2%/năm giai đoạn 2018-2023). Tuy nhiên, sản lượng sản xuất hiện nay của VHC chỉ khoảng 3.500 tấn. Mức sản lượng này vẫn còn thấp (tương đương 0,1% tổng nhập khẩu của thế giới). Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu của VHC sẽ tăng dần.

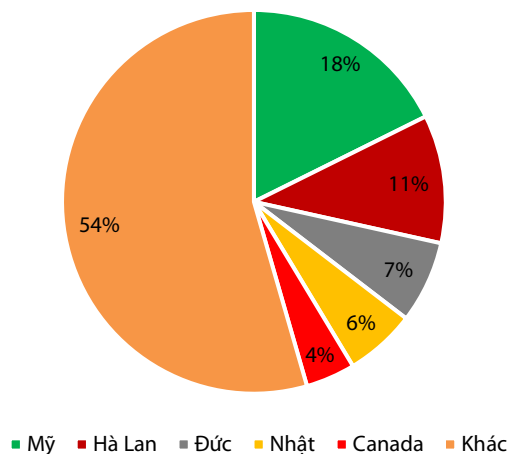
Bên cạnh đó, theo báo cáo của Precedenceresearch, vốn hóa thị trường Collagen thế giới dự báo tăng trưởng kép (CAGR) 8,9% giai đoạn 2023-2032 khi (1) nhu cầu sử dụng Collgen để cải thiện xương khớp và làn da tăng cao khi độ tuổi trung bình của thế giới đang già đi và (2) thu nhập người dân tăng dần sẽ thúc đẩy chi tiêu cho sản phẩm chăm sóc sức khỏe nhiều hơn.

Hình 21: Sản lượng nhập khẩu Collagen (nghìn tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải)



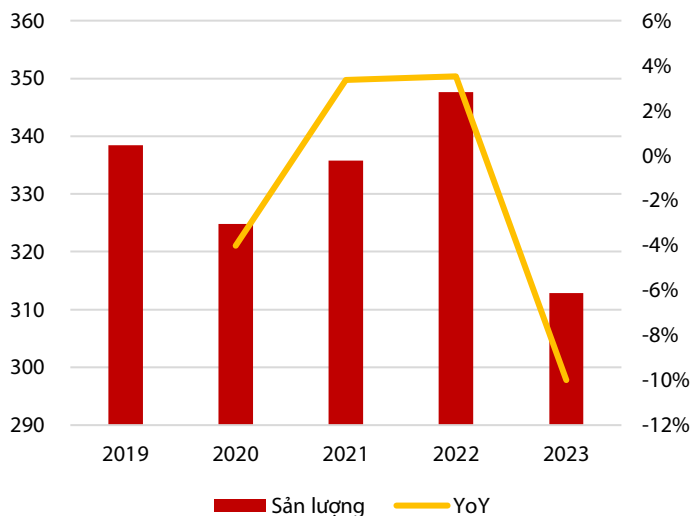
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 22: Thị phần nhập khẩu Collagen của các nước



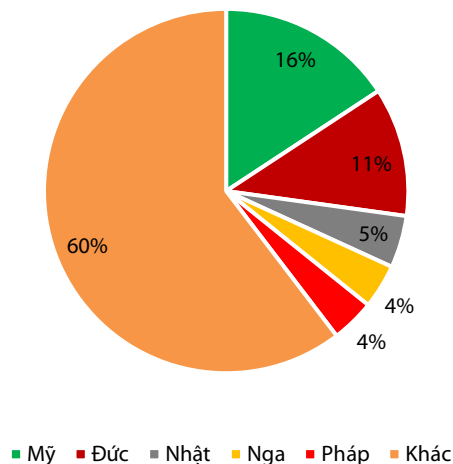
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Sản lượng nhập khẩu Gelatin (nghìn tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải)



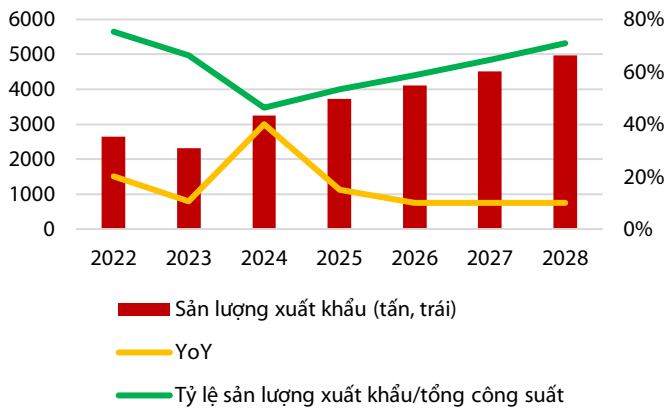
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Thị phần sản lượng nhập khẩu Gelatin của các nước



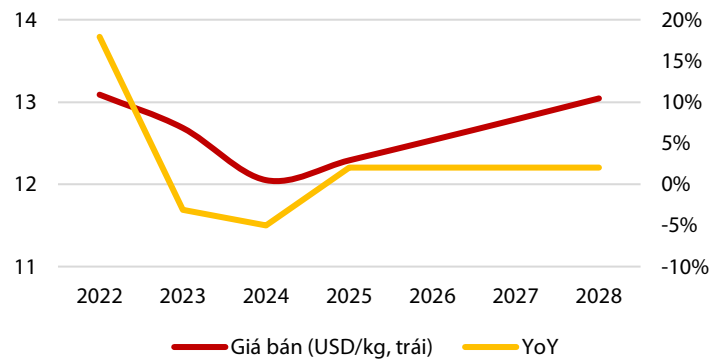
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Ước tính sản lượng xuất khẩu Collagen & Gelatin (tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải) của VHC



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 26: Giá bán trung bình C&G (USD/kg, trái) và tăng trưởng (% , phải)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

3. Màng Sa Giang: [\(quay lại trang 4\)](#) [\(quay lại trang 6\)](#)

Dựa trên HS Code xuất khẩu màng phồng tôm và sản phẩm làm từ gạo của VHC, chúng tôi nhận thấy giá trị nhập khẩu sản phẩm cùng HS Code với bánh phồng tôm và sản phẩm từ gạo năm 2023 đạt lần lượt 35 tỷ USD và 13 tỷ USD (tương đương tăng trưởng kép mỗi loại sản phẩm là 9%/năm giai đoạn 2018-2023).

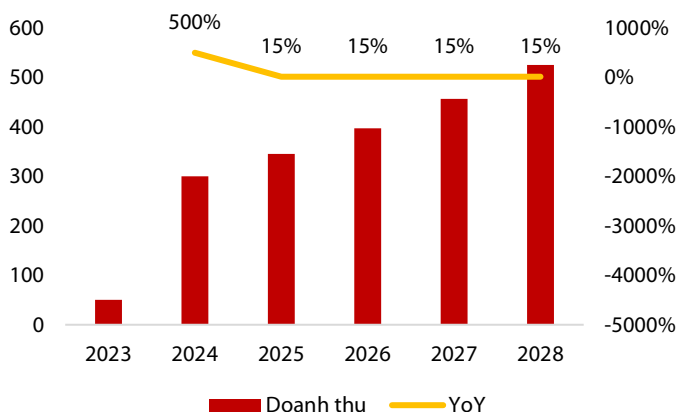
Với doanh thu màng Sa Giang rơi vào khoảng 18 triệu USD năm 2023 thì dư địa xuất khẩu cho màng này vẫn còn nhiều.

4. Màng Thành Ngọc [\(quay lại trang 6\)](#):

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu đạt 300 tỷ đồng năm 2024 và tăng trưởng kép 15%/năm cho giai đoạn 2025-2028 nhờ mức nền thấp và dư địa xuất khẩu cao. Tổng giá trị nhập khẩu theo HS Code chính đối với các mặt hàng Thành Ngọc xuất khẩu đạt 39 tỷ USD và có tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2018-2023 là 5%/năm.

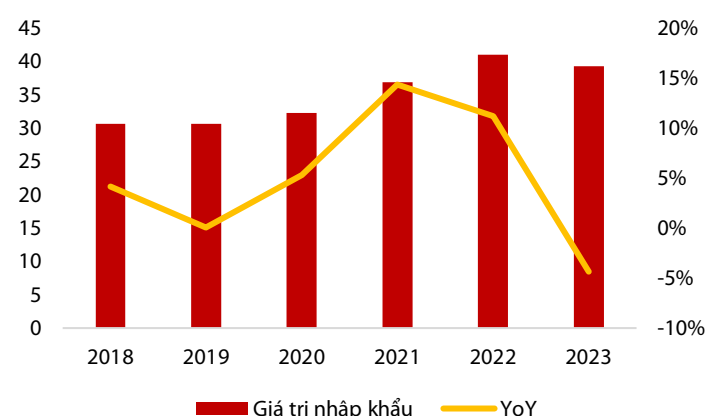
Xem xét thị trường nhập khẩu rau và củ ăn được (HS Code 07) thì Top 3 nước về giá trị nhập khẩu là Mỹ/Đức/Anh với thị phần nhập khẩu là 16%/9%/5%. Trong khi đó, Top 3 nước nhập khẩu quả ăn được (HS Code 08) lại thuộc về Mỹ/Trung Quốc/Đức với thị phần về giá trị nhập khẩu lần lượt là 25%/20%/13%.

Hình 27: Doanh thu ước tính màng Thành Ngọc và tăng trưởng YoY



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 28: Giá trị nhập khẩu thế giới của các mặt hàng Thành Ngọc xuất khẩu theo HS Code chính



Nguồn: CTCK Rồng Việt

5. Măng Thức ăn chăn nuôi [\(quay lại trang 6\)](#)

Hiện chúng tôi không có dữ liệu cụ thể doanh thu măng này do được ghi nhận vào măng khác. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy măng thức ăn chăn nuôi thủy sản của VHC chủ yếu sử dụng cho nội địa khi biên gộp các doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh sản phẩm thức ăn chăn nuôi chỉ ở mức trung bình 10%.

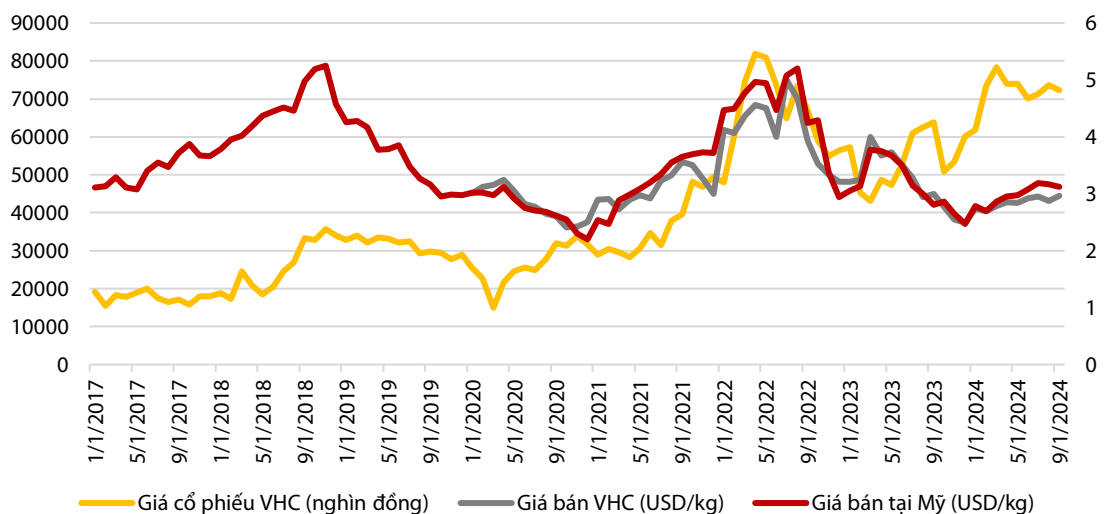
Bảng 17: Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp kinh doanh măng Thức ăn chăn nuôi

Biên gộp	Tỷ lệ sản phẩm	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình 10 năm
The Heus (Hà Lan)	100% thức ăn	13,5	15,2	16,0	16,6	16,6	16,6	16,6								15,9
CARGILL (Mỹ)	100% thức ăn	9,8	9,6	7,2	8,2	7,9	8,7	9,7	10,8	10,6	9,8	10,3	11,4	10,9		9,6
ASM VN (Việt Nam)	41,5% thức ăn										4,5	4,6	3,9	4,4	4,9	4,4
Trung vị						12,2	12,6	13,1	10,8	10,6	7,2	7,4	7,7	7,6	4,9	9,6
Trung bình						12,2	12,6	13,1	10,8	10,6	7,2	7,4	7,7	7,6	4,9	10,0

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 5 – MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA GIÁ CÁ TRA TRONG NƯỚC VÀ GIÁ CỔ PHIẾU VHC [\(quay về trang 4\)](#)

Hình 29: Diễn biến giá cổ phiếu VHC (nghìn đồng/trái) và giá cá tra (USD/kg)



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi xem xét mối tương quan (correlation) giữa giá bán trung bình cá tra và giá cổ phiếu trong khoảng thời gian từ tháng 01/2017 đến tháng 09/2024. Kết quả cho thấy không có mối tương quan rõ ràng khi hệ số correlation chỉ đạt 0,12. Hệ số này cũng chỉ đạt 0,39 khi so sánh giữa giá bán cá tra trung bình của VHC và giá cổ phiếu. Vì vậy, việc đầu tư theo giá cá trong ngắn hạn sẽ gặp nhiều khó khăn.

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng
• Công Nghệ

Đỗ Thạch Lam

Manager

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng

Manager

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường

Nguyễn Thủy Quyên

Senior Analyst

quyen.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Bán lẻ
• Dược

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Hoàng Minh Thắng

Senior Analyst

thang.hm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Tiện ích công cộng
• Dầu khí

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiến

Analyst

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Analyst

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Analyst

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Macroeconomics

Phạm Hữu Luân

Analyst

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Analyst

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Analyst

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Assistant

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

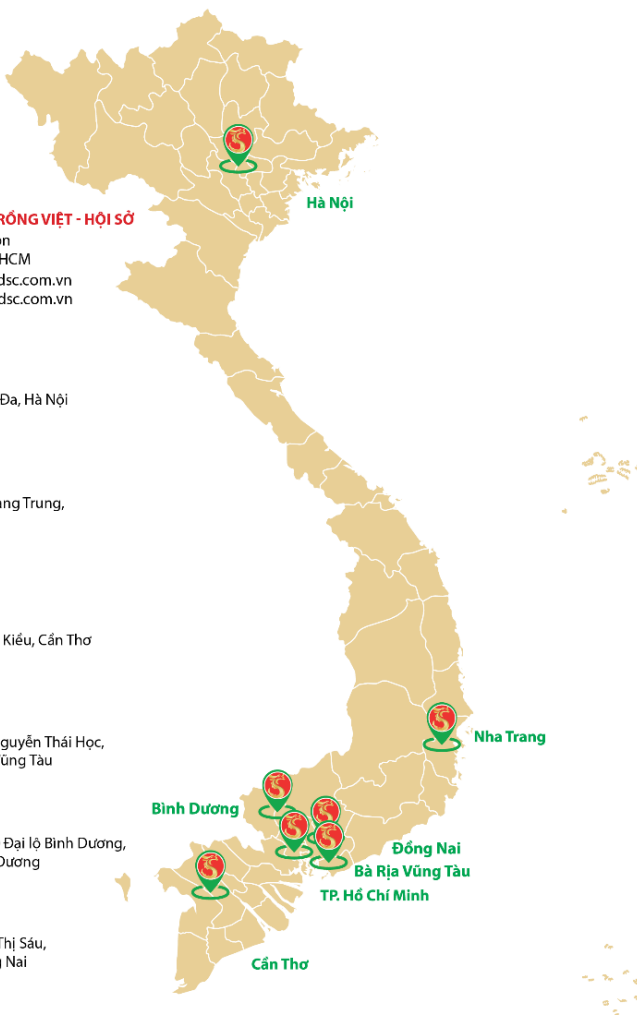
Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2024.**