

## CTCP Vĩnh Hoàn

HOSE: VHC

KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	TIỀM NĂNG TĂNG GIÁ
<b>MUA</b>	<b>83.600 VND/CP</b>	<b>+21,5%</b>

## Triển vọng lợi nhuận phục hồi từ kỳ vọng xuất khẩu khởi sắc

Chúng tôi cho rằng VHC có triển vọng hồi phục lợi nhuận mạnh trong 2024F – 2025F nhờ hưởng lợi từ sự vững chắc trong niềm tin và chi tiêu của người tiêu dùng ở các thị trường trọng điểm bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng các sáng kiến của công ty nhằm tăng cường hiện diện tại thị trường Trung Quốc sẽ hỗ trợ tăng thị phần của công ty trong khu vực trong khi công ty đã củng cố thị phần tại Mỹ kể từ năm 2023. Về triển vọng nguồn cung, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung sẽ dần cải thiện nhờ nhu cầu phục hồi và chi phí nuôi trồng sẽ giảm nhẹ vào cuối năm 2024.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng KQKD của VHC sẽ có sự tăng trưởng vượt trội với LNST của cổ đông công ty mẹ trong năm 2024F và 2025F lần lượt đạt mức 1.371 tỷ đồng (+49,2% svck) và 1.785 tỷ đồng (+30,3% svck).

## Cập nhật KQKD

Kết thúc Q2.2024, doanh thu thuần VHC đạt hơn 3,2 nghìn tỷ đồng, tăng 17,3% so với cùng kỳ năm trước, đưa doanh thu lũy kế 6 tháng đầu năm lên hơn 6 nghìn tỷ đồng và thực hiện được 57% kế hoạch năm để ra. Bên cạnh đó, VHC đạt LNST 336 tỷ đồng, giảm 26,4% so với cùng kỳ năm trước nhưng vẫn vượt trội so với các công ty cùng ngành, do kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam chỉ tăng +6% svck trong Q2/2024. Theo đó, LNST lũy kế 6 tháng đầu năm của VHC đạt 525 tỷ đồng, tương ứng thực hiện được 66% kế hoạch năm.

## Luận điểm đầu tư

**Sản lượng tiêu thụ sẽ tiếp đà tăng trưởng trong 6 tháng cuối năm 2024:** Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu phi lê đông lạnh của VHC sẽ tăng 14,3% YoY trong năm 2024, bao gồm mức tăng trưởng sản lượng đạt 16%/20%/30% YoY tại thị trường Mỹ/Trung Quốc/EU. Sự tăng trưởng tích cực này là nhờ (i) lệnh cấm của Mỹ và EU đối với các sản phẩm cá và hải sản có nguồn gốc từ Nga vào tháng 12/2023 và (ii) tình trạng thiếu nguồn cung cá rô phi thay thế có thể có tác động tích cực đến xuất khẩu cá tra của VHC. Trong 2H. 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sẽ tiếp đà tăng trưởng vì giai đoạn tháng 8- tháng 11 là mùa cao điểm xuất khẩu cá tra cùng với kỳ vọng về sự phục hồi tiêu dùng của thị trường Mỹ.

**Giá bán bình quân (ASP) dự kiến sẽ phục hồi dần vào cuối năm:** Chúng tôi dự báo ASP sẽ tăng nhẹ 5,7% YoY từ nền thấp của năm 2023 ở mức 3,3 USD/kg. Dù giá bán bình quân giảm 17% svck đối với cả thị trường Hoa Kỳ và Trung Quốc trong Q2/2024 nhưng vẫn tăng 7% so với quý trước, theo đó chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân sẽ cải thiện dần trong 2H.2024.

**Nguồn cung sẽ dần cải thiện nhờ nhu cầu phục hồi và chi phí nuôi trồng sẽ giảm nhẹ vào cuối năm:** Chúng tôi kỳ vọng chi phí thức ăn thủy sản giảm sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp. Chúng tôi lưu ý rằng giá bột đậu nành, ngô và lúa mì lần lượt giảm 19%, 16% và 17% so với đầu năm sẽ tác động giảm chi phí thức ăn thủy sản trong nửa cuối năm 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của mảng này sẽ cải thiện 400 điểm cơ bản tính chung cả năm 2024 từ mức nền thấp của 2023.

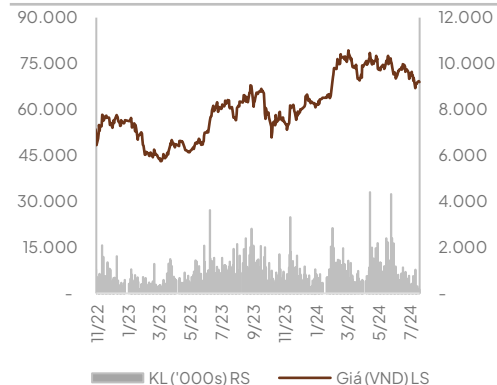
## Khuyến nghị &amp; Định giá

Sử dụng kết hợp phương pháp FCFF và định giá So sánh (EV/EBITDA), chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VHC là **83.600** đồng/ cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá **21,5%** (bao gồm tỷ suất cổ tức 2,8%). Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với VHC.

## THÔNG TIN GIAO DỊCH

Ngành	Thực phẩm & đồ uống
Mã giao dịch	HOSE: VHC
Giá cp 06/082024	70.400
KLGD TB 52 tuần	971.267
Khối lượng lưu hành	224.453.159
Biên độ 52 tuần	50.926 đ – 79.300 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	15.802 tỷ VND
Beta	1,07
Sở hữu NDTNN	29,77%

## DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Dvt : tỷ VND	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	10.033	12.362	14.045
Lợi nhuận gộp	1.493	2.307	2.829
EBITDA	1.370	2.084	2.601
LNST	974	1.468	1.911
PE	22,04	12,1x	12,1x
ROA (%)	7,8%	10,6%	11,9%
ROE (%)	11,3%	14,8%	16,8%
Nợ/VCSH (%)	0,28	0,27	0,26

## Tổng quan công ty

CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC) được thành lập năm 1997 tại tỉnh Đồng Tháp với vốn điều lệ là 300 triệu đồng, khởi đầu là một xưởng nhỏ được thuê lại để chế biến thủy sản các loại. Công ty đã tăng trưởng và trở thành nhà xuất khẩu hàng đầu Việt Nam từ 2010. Hoạt động kinh doanh chính là xuất khẩu cá tra phi lê đông lạnh và sản xuất các loại phụ phẩm và sản phẩm về cá.

VHC là một trong số ít những công ty thủy sản Việt Nam có chuỗi cung ứng tích hợp sở hữu toàn bộ chuỗi giá trị từ nuôi trồng, sản xuất thức ăn thủy sản, chế biến, sản xuất cá đông lạnh và lưu trữ kho lạnh.

## Phòng Phân tích

Nguyễn Lê Thành Long  
Chuyên viên Phân tích  
Email: long.nguyen@lpbs.com.vn

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Công ty ông ty Cổ phần Vĩnh Hoàn là công ty cổ phần được chuyển đổi từ Công ty TNHH Vĩnh Hoàn vào tháng 04/2007, với lĩnh vực kinh doanh chính là chế biến xuất khẩu cá Tra, Basa đông lạnh. Công ty TNHH Vĩnh Hoàn thành lập vào cuối năm 1997 với vốn điều lệ 300 triệu đồng.

- Năm 2009: Nhận chứng chỉ AquaGap về nuôi cá tra;
- Năm 2010: Đứng đầu ngành xuất khẩu cá tra của Việt Nam theo thống kê của Hiệp Hội Chế Biến và Xuất Khẩu Thủy Sản Việt Nam (“VASEP”); Nhận chứng chỉ GlobalGap về nuôi cá tra; Nhận chứng chỉ ISO 22000 cho hệ thống quản lý chất lượng

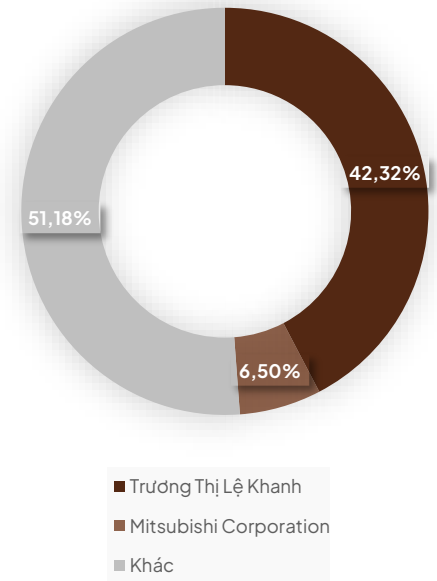
### Lĩnh vực kinh doanh:

- Nuôi trồng, đánh bắt, chế biến, bảo quản thủy hải sản và các sản phẩm từ thủy hải sản. Mua bán thủy hải sản.
- Mua bán máy móc thiết bị, hóa chất, nông sản thực phẩm, súc sản, nguyên vật liệu phục vụ sản xuất, chế biến thủy hải sản; chế biến thức ăn thủy sản.
- Sản xuất và mua bán thức ăn gia súc, gia cầm và thủy sản, thuốc thú y thủy sản. Các dịch vụ thú y thủy sản (tư vấn sử dụng thuốc, thức ăn và kỹ thuật nuôi trồng thủy sản).
- Kinh doanh dịch vụ du lịch sinh thái.
- Sản xuất bao bì giấy, in các loại.
- Xây dựng nhà các loại, kinh doanh bất động sản.

### VHC có 3 cổ đông lớn:

- Trương Thị Lệ Khanh (42,32%)
- Mitsubishi Corporation (6,50%)
- Nước ngoài khác (23,31%)

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



## CÁC CÔNG TY CON & LIÊN KẾT

Tên Công Ty	Lĩnh Vực Kinh Doanh	Tỷ Lệ Sở Hữu
Công ty TNHH MTV Thực phẩm Vĩnh Phước	Chế biến bảo quản thủy sản & các sản phẩm từ thủy sản	100%
Công ty TNHH MTV Vĩnh Hoàn Collagen	Chế biến & sản xuất gelatin và collagen	100%
Công ty TNHH MTV Thanh Bình Đồng Tháp	Chế biến bảo quản thủy sản & các sản phẩm từ thủy sản	100%
Công ty TNHH Sản xuất Giống Cá tra Vĩnh Hoàn	Sản xuất giống cá tra	99,33%
Công ty TNHH Thức ăn Thủy sản Feed One	Sản xuất thức ăn gia súc, gia cầm & thủy sản	75%
CTCP Xuất Nhập Khẩu Sa Giang (HNX: SGC)	Sản xuất, mua bán thực phẩm	76,72%
Vinh Technology Pte Ltd	Mua bán xuất nhập khẩu thủy sản, thực phẩm chức năng	100%
Công ty TNHH Nông sản thực phẩm Thành Ngọc	Chế biến & bảo quản rau quả	90%
Công ty TNHH Mai Thiên Thanh	Xử lý và tiêu hủy rác thải không độc hại	27,5%

Nguồn: BCTC VHC, Fiiipro & LPBS Research



## CẬP NHẬT NGÀNH THỦY SẢN CÁ TRA VIỆT NAM

### Xuất khẩu cá tra là nguồn thu chính cho ngành nuôi thủy sản cá tra

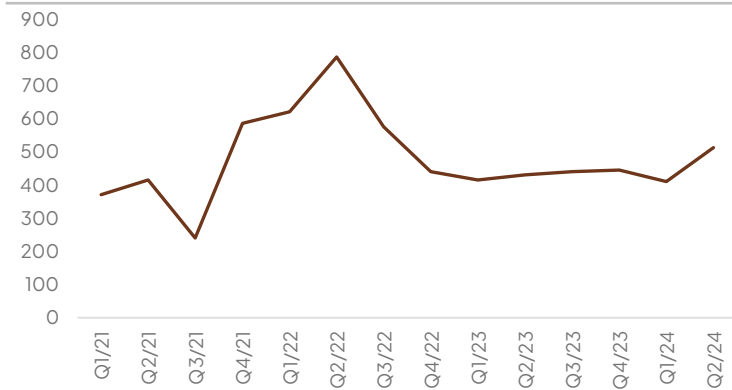
Giá trị xuất khẩu cá tra ở Việt Nam sau quãng thời gian tăng trưởng mạnh và đạt đỉnh giá trị xuất khẩu vào Q2.2022, nhu cầu nhập khẩu cá tra bắt đầu suy giảm vào mạnh đạt giá trị xuất khẩu quanh vùng 400 - 450 triệu USD xuyên suốt từ giai đoạn cuối 2022 đến Quý Q1.2024. Nguyên nhân theo chúng tôi đến từ:

- Áp lực từ lượng tồn kho lớn dẫn đến mức giảm của giá bán trung bình (“ASP”);
- Niềm tin tiêu dùng suy giảm từ giai đoạn đầu năm 2022 đến từ các quốc gia đối tác nhập khẩu cá tra lớn của Việt Nam;
- Cước tàu biển tăng ảnh hưởng đến lựa chọn tiêu thụ; và
- Trung Quốc giảm tiêu thụ khi đề ra tiêu chuẩn kích thước nhập khẩu lên mặt hàng cá tra Việt Nam, đồng thời là đối thủ cạnh tranh với tiêu chuẩn xuất khẩu sang châu Âu (0,85-1kg/con).

Theo dữ liệu của AgroMonitor, giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam tăng mạnh lên gần 504 tỷ đồng trong Q2.2024, dẫn đến tổng sản lượng 6T2024 đạt là 922 triệu USD. Tuy vậy, mức tăng trong giá trị xuất khẩu có sự phân hóa giữa sản lượng và giá bán trung bình (ASP) khi lần lượt tăng và giảm 10% YoY. Sự cải thiện của ASP trong giai đoạn đầu năm 2024 chỉ được ghi nhận từ VHC và IDI, là các doanh nghiệp niêm yết chính thuộc ngành kinh doanh cá tra.

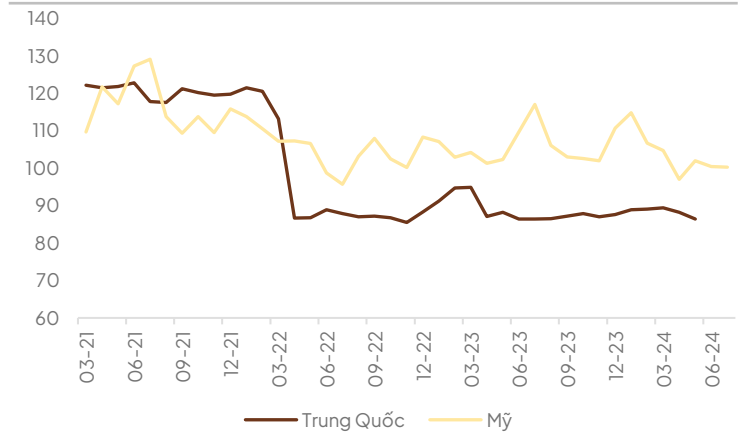
### Giá trị xuất khẩu cá tra

(Đvt: triệu USD)



### Chỉ số niềm tin tiêu dùng Mỹ và Trung Quốc

(Đvt: chỉ số)



Nguồn: BCTC VHC, AgroMonitor, Fiinpro & LPBS Research

### Tác nhân ảnh hưởng đến giá trị xuất khẩu cá tra trong năm 2024

- Tồn kho cá tra nguyên liệu ở mức thấp: Tổng sản lượng tồn kho cá da trơn đáp ứng tiêu chuẩn của thị trường Mỹ hiện đang thấp hơn khoảng 11% svck 2023; trong đó, lượng hàng tồn kho cá da trơn tiêu chuẩn nhỏ ghi nhận ở mức thấp hơn tới 24%.
- Sản lượng tiêu thụ cá tra tăng vào giai đoạn cuối năm: Kim ngạch xuất khẩu cá tra tăng nhờ vào sản lượng xuất khẩu bật tăng mạnh 16,8% so với cùng kỳ năm 2023, đạt 426.000 tấn cho giá trị xuất khẩu.
- Giá bán cá tra không có nhiều triển vọng: Giá bán trung bình vẫn đang thấp hơn cùng kỳ năm 2023 dù giá xuất khẩu sang thị trường Mỹ tích cực hơn quý Q1.2024 (tăng 7%), giá bán xuất sang thị trường Trung Quốc giảm 5% so với quý trước. Tuy nhiên, kết quả giá xuất khẩu bình quân vẫn thấp hơn 17% svck đối với cả hai thị trường trong Q2.2024.
- Phân hóa trong phân khúc xuất khẩu cá tra: tháng 7 đến 10 năm nay là thời điểm cá nhỏ (0,85kg-1kg/con) từ đảo Hải Nam (Trung Quốc) cung cấp ra thị trường nhiều cạnh tranh trực tiếp với thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, phân khúc cá tra “quá lứa” (1,2kg-1,4kg/con) trở nên hấp dẫn khi giá xuất khẩu có xu hướng tăng do ảnh hưởng bởi dự báo hiện tượng La Nina tháng 9, mưa nhiều sẽ gây các loại dịch bệnh và khí hậu lạnh sẽ hạn chế sự phát triển của cá tra.

Chúng tôi đánh giá tiềm năng xuất khẩu của ngành nuôi cá tra sẽ duy trì đà tăng trưởng hiện tại vào giai đoạn 2H.2024 và tăng trưởng tốt vào giai đoạn từ đầu năm 2025.



## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VHC

### Kết quả kinh doanh 6T.2024:

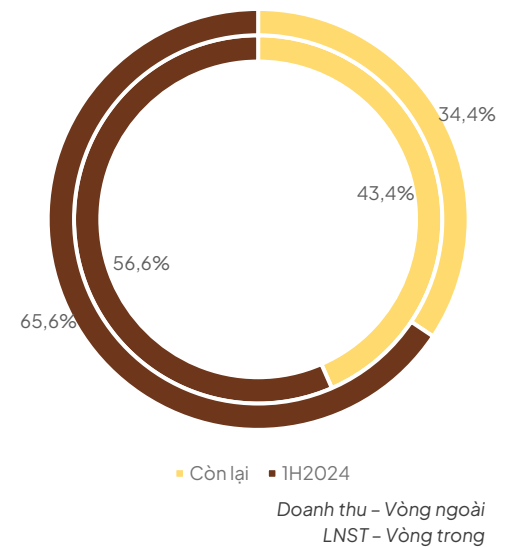
Với kết quả hoạt động kinh doanh tăng trưởng, doanh thu thuần của VHC trong 6T2024 đã tăng trưởng 9,63% svck khi đạt 6,05 nghìn tỷ. Dù chịu ảnh hưởng bởi thời gian dài tiêu cực đối với hoạt động xuất khẩu và ứ đọng hàng tồn kho của ngành cá tra trong năm 2023, VHC vẫn hoàn thành 50,67% với kế hoạch doanh thu đã đề ra trong năm 2024. Trong đó, doanh thu Q2.2024 tiếp tục đà tăng trưởng đạt gần 3,2 nghìn tỷ, tăng 11,9% QoQ và 17,3% YoY sau khi doanh thu Quý 1 2024 đạt mức cao mới so với các quý trong năm 2023.

Lợi nhuận sau thuế 6T2024 đạt 525 tỷ, giảm 16,97% svck nhưng đạt 65,6% chỉ tiêu của cả năm 2024. Lợi nhuận 6 tháng giảm svck đến từ kết quả kinh doanh Q1.2024 không khả quan khi vừa hồi phục từ đáy lịch sử của lợi nhuận vào cuối năm 2023 với biên lợi nhuận ròng thấp. Trong đó, lợi nhuận ròng của Q2.2024 cải thiện rõ rệt tăng 77,77% so với Quý 1 2024, giảm 21,86% svck.

Biên lợi nhuận ròng (BLNG) Q2.2024 hồi phục rõ rệt sau đã giảm mạnh từ Q2.2023 khi gánh nặng giá vốn thành phẩm giảm và sức ép dự phòng giảm giá hàng tồn kho được hoàn nhập khi số lượng sản phẩm bán ra có nhiều tiến triển cùng với nhu cầu tiêu thụ cá da trơn tăng mạnh trở lại. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý giá cước vận chuyển được hoạch toán vào giá vốn hàng bán. Điều này tạo áp lực không nhẹ lên BLNG khi giá cước đang trong giai đoạn tăng nóng và chưa có dấu hiệu cải thiện trong thời gian tới.

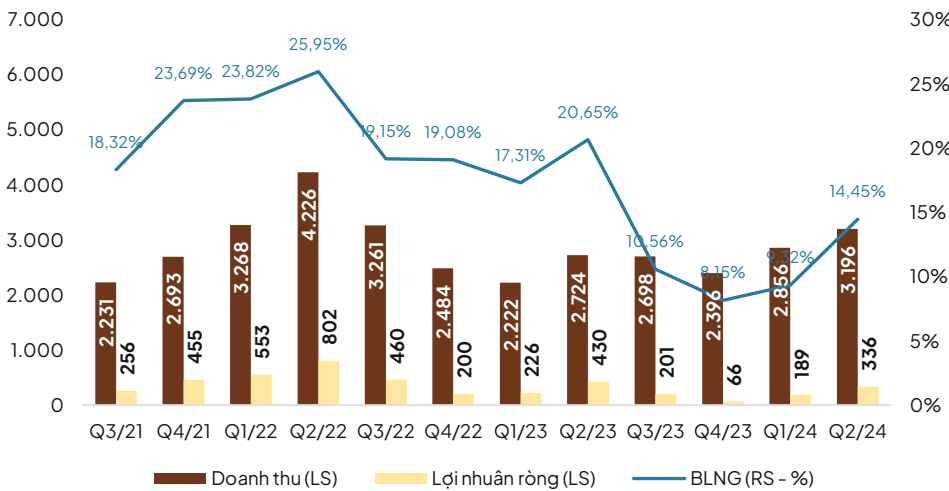
Với dự kiến hoạt động xuất khẩu cá tra sẽ có nhiều triển vọng khi nhu cầu tiêu thụ sản phẩm cá thịt trắng có xu hướng tiếp tục tăng trưởng trong nửa cuối 2024, VHC được kỳ vọng sẽ vượt kế hoạch doanh thu đã đề ra trong năm 2024.

### Kết quả kinh doanh / Kế hoạch 2024



### Doanh thu và lợi nhuận 3 năm

(Đvt: tỷ VND)



Nguồn: BCTC VHC, Fiinpro & LPBS Research

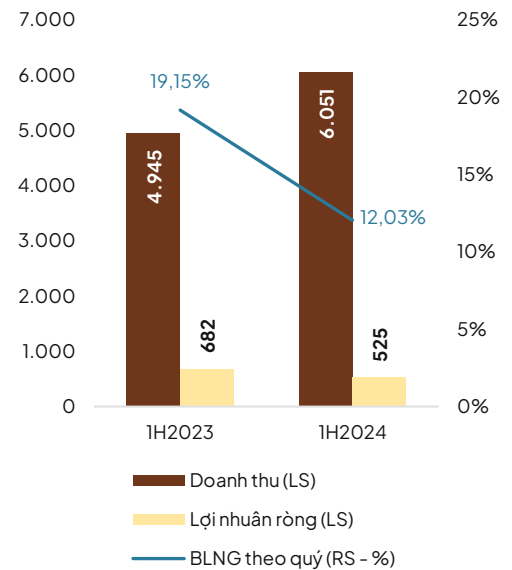
### Chi phí tài chính:

Chi phí tài chính trong 6T.2024 có nhiều biến chuyển rõ rệt do hoạt động xuất khẩu của công ty chịu ảnh hưởng trực tiếp của biến động ngoại tệ, chủ yếu đến từ sự tăng mạnh của tỷ giá đồng Đô la Mỹ khi nền kinh tế này thể hiện sự kiên cường trong tình hình nhiều biến động từ đầu năm nay. Lãi lỗ từ giao dịch ngoại tệ từ đầu năm đạt mức lãi ròng 77 tỷ đồng.

Doanh nghiệp cũng tăng dòng tiền gửi ngân hàng qua các quý giảm sức ép lãi vay từ hoạt động tài chính. Nhờ vậy đạt mức lợi nhuận ròng dòng tiền từ hoạt động vay mượn tài chính đạt trên 38 tỷ đồng.

### KQKD 1H.2024

(Đvt: tỷ VND)



## Đánh giá mặt hàng kinh doanh VHC 1H.2024

**Phi lê đông lạnh** vẫn là mặt hàng chủ đạo đóng góp hơn 50% vào doanh thu của VHC, Q2.2024 ghi nhận mức 3.187 tỷ đồng, tăng trưởng 7,76% svck. VHC đồng thời cung cấp các sản phẩm nông nghiệp và chế biến ngoài thủy sản như sản phẩm từ gạo, sản phẩm nông sản, thức ăn thủy sản, ...

**Sản phẩm phụ (bột cá và mỡ cá)** sản xuất tại Việt Nam đứng thứ 2 trong top nguồn cung của thị trường Trung Quốc. Trong năm 2023, khối lượng xuất khẩu bột cá chế biến từ cá tra đạt 262 nghìn tấn với mức giá trung bình 1.624 USD/tấn, tăng lần lượt 24% và 20% so với 2022. Sự tăng trưởng tích cực đến nhờ vào (1) giá cả cạnh tranh do chi phí thấp cùng với nguồn cung lớn từ hoạt động chế biến, (2) nhu cầu tiêu thụ dồi dào và (3) sụt giảm mạnh từ thị trường cung cấp Peru.

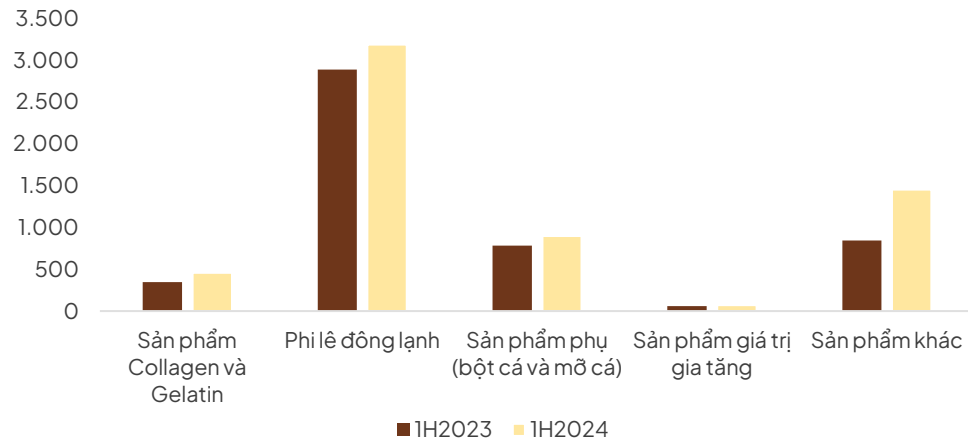
**Sản phẩm Collagen và Gelatin** cung cấp protein cao cấp chiết xuất từ nguồn cá tra do Vĩnh Hoàn chủ động nguyên liệu. Việc này đảm bảo yêu cầu truy xuất nguồn gốc nguyên liệu được tuân thủ tối trong chuỗi khép kín giúp nâng cao giá trị và hiệu quả kinh tế cao.

**Các sản phẩm khác** bao gồm các loại bánh phồng, các sản phẩm từ gạo (phở khô, phở ăn liền, hủ tít...) và các sản phẩm từ thịt (chả lụa, giò thủ, da bao) sản xuất bởi doanh nghiệp trong hệ sinh thái của tập đoàn Vĩnh Hoàn, CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang (HNX: SGC) và các sản phẩm sản xuất bởi CTCP Vĩnh Hoàn. 6T2024 đạt mức tăng trưởng vượt bậc 72% svck khi ghi nhận doanh thu đạt 1.451 tỷ đồng.

**Sản phẩm giá trị gia tăng** xuất khẩu đến 16 quốc gia, với Trung Quốc và Hà Lan là hai thị trường lớn nhất, là sản phẩm đã qua tầm ướp sẵn sàng cho chế biến ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ 6T2024 đạt 16% svck.

### Doanh thu 1H.2024 phân loại theo dòng sản phẩm

(Đvt: tỷ VND)



Nguồn: BCTC VHC, Fiinpro & LPBS Research

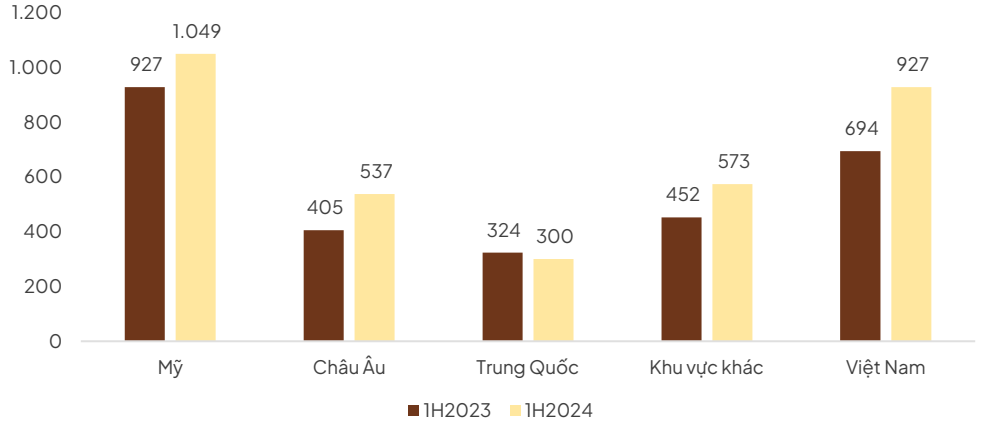
Với những tín hiệu tích cực đầu năm 2024 ở thị trường tiêu thụ toàn cầu nói chung, đặc biệt là ở Mỹ, Ban điều hành Công ty định hướng tăng trưởng hai con số về cả sản lượng và giá trị đối với mảng sản xuất kinh doanh chính là nuôi, chế biến và xuất khẩu các sản phẩm cá tra. Ngoài ra, đối với sản phẩm giá trị gia tăng, Vĩnh Hoàn mở rộng chế biến các sản phẩm ngoài cá tra (cá hồi) mở rộng với các lợi thế kho lưu trữ hiện đang có của doanh nghiệp.



**Đánh giá thị trường kinh doanh VHC 1H.2024**

**Doanh thu theo vùng**

(Đvt: tỷ VND)



Nguồn: BCTC VHC, Fiinpro & LPBS Research

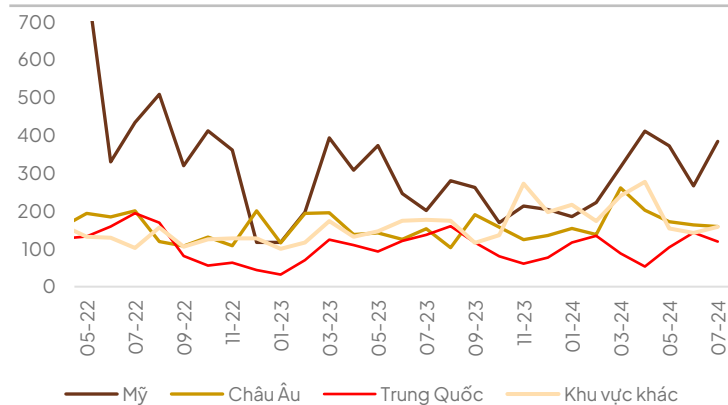
Tiêu thụ trong nước mang đến cho VHC doanh thu lớn với tỉ trọng chỉ sau xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ. Nhìn chung, nhu cầu tiêu thụ sản phẩm từ cá thịt trắng tăng qua svck ngoại trừ thị trường Trung Quốc. Nguyên nhân do Trung Quốc chỉ nhập cá tra với tiêu chuẩn trên 1,2 kg từ Việt Nam, đối với loại cá đủ tiêu chuẩn xuất khẩu sang Mỹ và Châu Âu (0,8 -1 kg) thị trường Trung Quốc là đối thủ cạnh tranh lớn.

Dù kỳ vọng xuất khẩu các sản phẩm collagen và sản phẩm bột cá tiếp tục tăng nhưng mặt hàng sản phẩm phi lê cá tra không có nhiều kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tại thị trường Trung Quốc. Ngoài ra do nhu cầu nhập khẩu của thị trường này không mang tính ổn định lâu dài, ví dụ như sản lượng bột cá nhập khẩu tăng do sản lượng nhập khẩu từ Peru giảm 50%. Điểm cộng duy nhất trong bối cảnh hiện nay là cước tàu biển ít chịu ảnh hưởng từ tình hình tăng giá chung do ngược tuyến và quãng đường vận chuyển ngắn.

Xuất khẩu sang thị trường Châu Âu (EU) tăng 32,6% svck đạt 537 tỷ đồng qua hai quý đầu năm 2024. Mức tăng trưởng cao hơn so với mức tăng của kim ngạch xuất khẩu cá tra sang EU của cả nước trong 6T2024 khi chỉ đạt 9% svck. Dù sản lượng xuất khẩu mỗi tháng không ổn định nhưng thị trường EU vẫn đạt kỳ vọng là một trong những thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam, đặc biệt quốc gia Hà Lan, và đang có xu hướng ổn định dần cùng với nền kinh tế chung của khu vực.

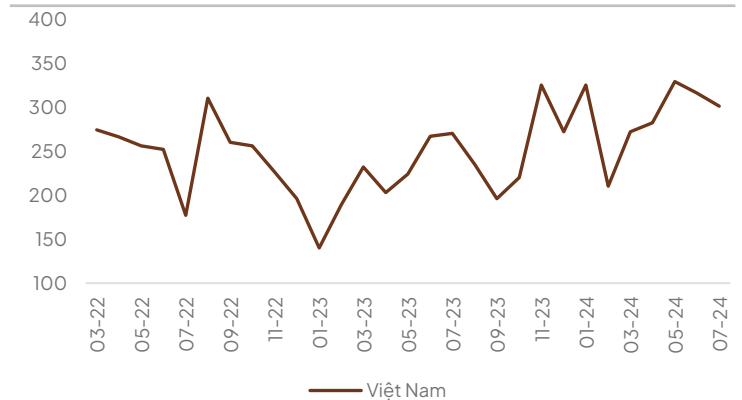
**Xuất khẩu 7T/2024**

(Đvt: tỷ đồng)



**Tiêu thụ trong nước 7T/2024**

(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: BCTC VHC Fiinpro & LPBS Research

Tỷ trọng xuất khẩu các sản phẩm cá tra qua thị trường tiêu thụ Mỹ tiếp tục trong thời gian dài vẫn luôn chiếm lĩnh trong thị phần xuất khẩu của Vĩnh Hoàn. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng tỷ trọng này sẽ tiếp tục tăng khi không còn đặt nhiều kỳ vọng vào tăng trưởng ở thị trường Trung Quốc trong tương lai.



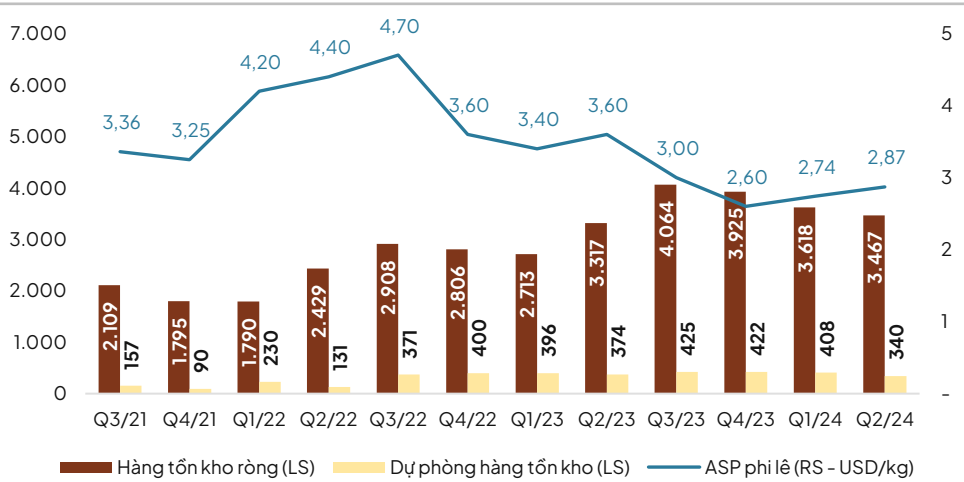
### Hoàn nhập dự phòng, cải thiện Biên Lợi nhuận gộp

Từ năm 2020 ảnh hưởng của dịch COVID đã dẫn đến đứt chuỗi cung ứng toàn cầu làm cho giá vận tải và dự trữ kho lạnh tăng cao. Cho nên VHC phải tăng giá bán ASP phi lê cá tra trong giai đoạn 2020 – 2022 để bù đắp lại chi phí trên. Bên cạnh đó ngoài việc ảnh hưởng lên hoạt động bán hàng của, dự trữ hàng tồn kho của VHC cũng bị hưởng liên đới do đây là mặt hàng thực phẩm. Việc để lâu dẫn đến chất lượng thực phẩm không đủ tiêu chuẩn để bán đi thị trường Mỹ và EU vì đây là hai khu vực có tiêu chuẩn nhập hàng lương thực thực phẩm khá là cao. **Do đó, dự phòng hàng tồn kho bắt đầu tăng từ Q1.2022 và đạt đỉnh cuối Q3.2024 ghi nhận 425 tỷ VND.**

Giai đoạn từ đầu năm 2024, triển vọng tăng giá của mặt hàng phi lê cá tra có xu hướng đi ngược với hàng tồn kho cho thấy áp lực hàng tồn kho từ giữa năm 2022 đang nhẹ dần và giá xuất khẩu trung bình của mặt hàng phi lê cá tra (“ASP phi lê”) có xu hướng cải thiện tích cực. Chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ tiếp tục được duy trì đến hết năm 2024, kéo dài sang giữa năm 2025 trước khi bước vào giai đoạn tăng trưởng bình ổn. **Chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ và giá được kỳ vọng giữ được đà cải thiện, phần dự phòng hàng tồn kho sẽ được tiếp tục hoàn nhập vào phần chi phí giá vốn hàng bán và cải thiện biên lợi nhuận gộp cho VHC trong năm 2024 và năm 2025**

### Hàng tồn kho và dự phòng

(Đvt: tỷ VND)



Nguồn: BCTC VHC, Fiinpro & LPBS Research

Nguồn: BCTC VHC, Fiinpro & LPBS Research





## TRIỂN VỌNG 2024F – 2025F

### Triển vọng kinh doanh mặt hàng phi lê cá tra:

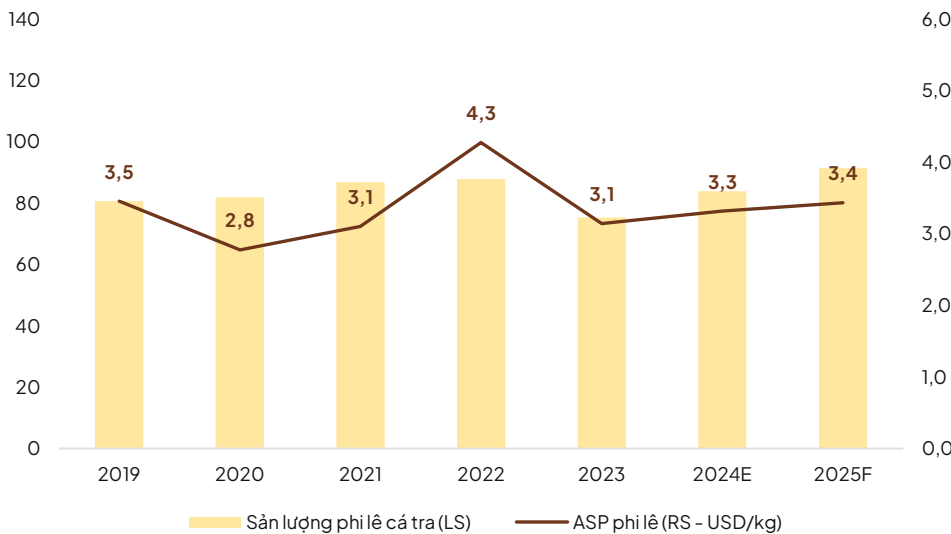
Do ảnh hưởng chung của ngành xuất khẩu cá tra ở Việt Nam, sản lượng và giá xuất khẩu ghi nhận mức giảm đột biến sau một giai đoạn tăng trưởng từ trước Covid. Giai đoạn đầu của Quý 1 2024 tiếp tục ghi nhận kết quả kém khả quan nhưng chuyển biến tích cực vào Quý 2 2024 khi tăng 23% đạt 507 triệu USD. Trong khi xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc tăng 30% do nhờ vào sự phục hồi tiêu thụ thì xuất khẩu sang thị trường Mỹ tăng 44% so với quý trước.

Do vậy, trong nửa đầu 2024, kim ngạch xuất khẩu sang thị trường Mỹ tăng khoảng 13% thì thị trường Trung Quốc lại giảm 12%, và khối thị trường Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) ghi nhận mức tăng 9% so với cùng kỳ năm ngoái.

Chúng tôi nhận định thị trường Mỹ sẽ tiếp tục là thị trường nhập khẩu lớn đối với ngành xuất khẩu cá tra của Việt Nam nói chung và Vĩnh Hoàn nói riêng. Cùng với yêu cầu tiêu thụ sản phẩm cá da trơn càng tăng, chúng tôi nhận định rằng giá và sản lượng xuất khẩu của mặt hàng phi lê cá tra sẽ tiếp tục cải thiện ở các tháng cuối năm 2024 và tiếp tục tăng trưởng mạnh hơn vào giai đoạn nửa năm đầu 2025.

### Sản lượng và giá xuất khẩu trung bình

(Đvt: nghìn tấn)



Nguồn: BCTC VHC, Fiinpro & LPBS Research

Nhu cầu tăng trưởng nhập khẩu cá nhỏ (0,85 – 1 kg/con) sẽ chịu áp lực cạnh tranh từ thị trường Trung Quốc do giai đoạn tháng 7 đến 10 năm nay là thời điểm cá nhỏ từ đảo Hải Nam (Trung Quốc) cung cấp ra thị trường nhiều. Đây cũng là tiêu chuẩn nhập khẩu của Mỹ và các nước châu Âu nên chúng tôi không kỳ vọng sự tăng trưởng giá sẽ tăng bật mà kỳ vọng vào nhu cầu tiêu thụ lớn.

Ngoài ra, thị trường Trung Quốc ưu tiên nhập khẩu cá tra quá lúa (1,2 – 1,4 kg/con) phản ánh qua việc giá nhập khẩu của mặt hàng này tăng nhanh hơn so với lúa cá nhỏ. Tuy vậy, mặt hàng này không là ưu tiên của Vĩnh Hoàn nên chúng tôi không kỳ vọng nhiều về sự cải thiện của thị trường của Trung Quốc và ảnh hưởng của mặt hàng này lên giá xuất khẩu trung bình.





**Triển vọng kinh doanh mặt hàng Collagen & Gelatin (C&G):**

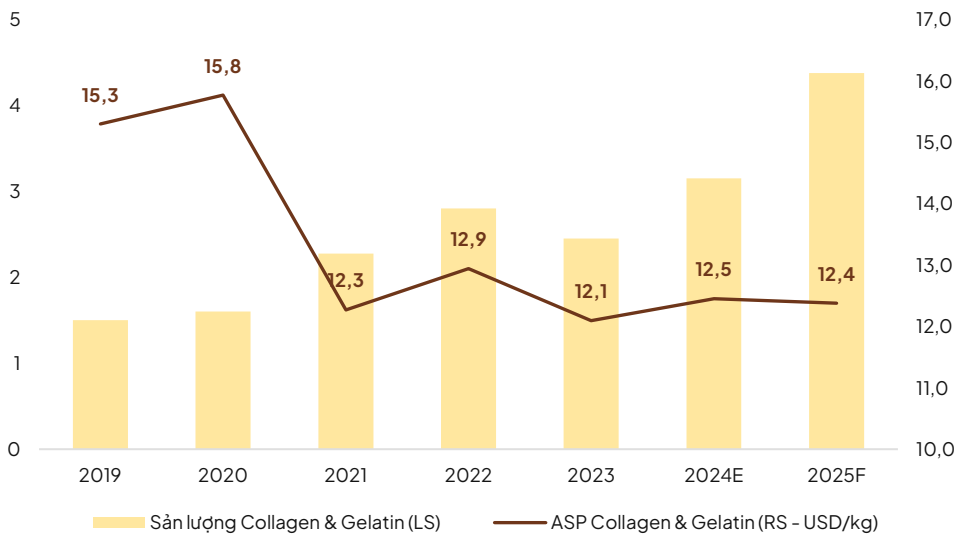
Sản phẩm collagen được sản xuất từ nguồn động vật, gia cầm, thủy sản và thực vật. Có 3 hình dạng collagen phổ biến là nước, viên và bột. Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp tiên phong chiết khấu collagen từ nguồn cá tra. Nhờ vậy, doanh nghiệp khép kín được chuỗi giá trị và nâng cao hiệu quả kinh tế. Trong giai đoạn 5 năm 2018 – 2023, doanh thu mảng C&G của Vĩnh Hoàn đạt mức tăng trưởng kép 21%.

Thị trường tiêu thụ mặt hàng collagen và gelatin (C&G) tập trung ở các quốc gia Mỹ, Đức, Nhật, Canada, đặc biệt chú trọng C&G dạng bột. Hiện tại, Trung Quốc là nước xuất khẩu C&G dạng bột nhiều nhất với giá bán dao động trong khoảng 7 - 9 USD/kg ở các nước nhập khẩu chính.

Thị trường C&G dạng bột có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 5 năm 2013 - 2022 đạt 5% tương ứng với sản lượng nhập khẩu C&G dạng bột của Top 5 nước VHC đang xuất khẩu.

**Sản lượng và giá xuất khẩu trung bình**

(Đvt: nghìn tấn)



Nguồn: BCTC VHC, Fiinpro & LPBS Research

Chúng tôi nhận định mặt hàng C&G của VHC chịu ảnh hưởng cạnh tranh với thị trường Trung Quốc về giá thành. Do đó kỳ vọng tăng trưởng về giá bán C&G của VHC sẽ có mức tăng nhẹ trong năm 2024 và giảm nhẹ trong năm 2025. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng số lượng tiêu thụ mặt hàng C&G tăng mạnh hơn sản lượng cá tra xuất khẩu. Doanh thu C&G năm 2024 ước tính tăng 36% và 2025 tăng 38%



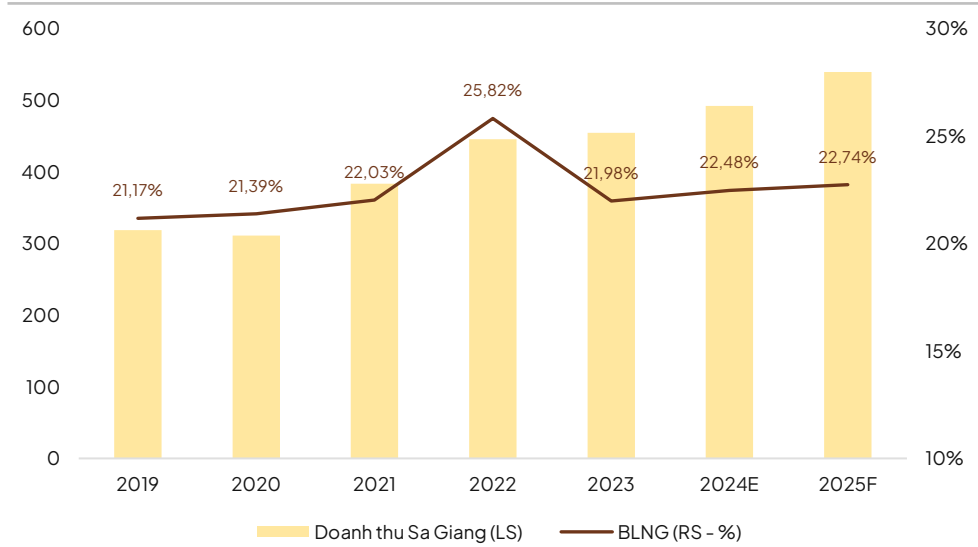
**Triển vọng kinh doanh của sản phẩm khác (CTCP XNK Sa Giang):**

Với sản phẩm chủ lực là bánh phồng tôm, chiếm trên 85% doanh số bán, và thị trường châu Âu là kim ngạch xuất khẩu chính, 80% kim ngạch xuất khẩu, Sa Giang từ sau sát nhập vào Vĩnh Hoàn cho thấy đà tăng trưởng tốt và cải thiện trong biên lợi nhuận.

Biên lợi nhuận gộp trong năm 2022 ghi nhận đột biến do giá bán và tỷ giá tăng mạnh, ghi nhận mức tăng 17,2% svck 2021 nhưng ghi nhận mức giảm gần 15% trong năm 2023 do sức ép về giá của nguyên liệu đầu vào. Trong 6T2024, chúng tôi ghi nhận sự cải thiện trong doanh thu và biên lợi nhuận trong hoạt động kinh doanh của Sa Giang.

**Doanh thu và Biên lợi nhuận gộp của CTCP XNK Sa Giang**

(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: BCTC VHC, Fiiipro & LPBS Research

Chúng tôi kỳ vọng sự cải thiện từ thị trường nhập khẩu chính sản phẩm của Sa Giang cùng với tỷ giá hấp dẫn cho hoạt động xuất khẩu sẽ đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ trong nửa cuối năm 2024 và duy trì đà tăng mạnh sang các năm về sau.



## KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi cho rằng VHC có triển vọng hồi phục lợi nhuận mạnh trong 2024F – 2025F nhờ hưởng lợi từ niềm tin và chi tiêu của người tiêu dùng rất vững chắc ở các thị trường trọng điểm bao gồm Mỹ và Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng các sáng kiến của công ty nhằm tăng cường hiện diện tại thị trường Trung Quốc sẽ hỗ trợ tăng thị phần của công ty trong khu vực trong khi công ty đã củng cố thị phần tại Mỹ kể từ năm 2023. Về triển vọng nguồn cung, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung sẽ dẫn cải thiện nhờ nhu cầu phục hồi và chi phí nuôi trồng sẽ giảm nhẹ vào cuối năm 2024.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng KQKD của VHC sẽ có sự tăng trưởng vượt trội với LNST của cổ đông công ty mẹ trong năm 2024F và 2025F lần lượt đạt mức 1.371 tỷ đồng (+49,2% svck) và 1.786 tỷ đồng (+30,3% svck).

### Cập nhật KQKD

Kết thúc Q2.2024, doanh thu thuần VHC đạt hơn 3,2 nghìn tỷ đồng, tăng 17,3% so với cùng kỳ năm trước, đưa doanh thu lũy kế 6 tháng đầu năm lên hơn 6 nghìn tỷ đồng và thực hiện được 57% kế hoạch năm để ra. Bên cạnh đó, VHC đạt LNST 336 tỷ đồng, giảm 26,4% so với cùng kỳ năm trước nhưng vẫn vượt trội so với các công ty cùng ngành, do kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam chỉ tăng +6% svck trong Q2.2024. Theo đó, LNST lũy kế 6 tháng đầu năm của VHC đạt 525 tỷ đồng, tương ứng thực hiện được 66% kế hoạch năm.

### Luận điểm đầu tư

**Sản lượng tiêu thụ sẽ tiếp đà tăng trưởng trong 6 tháng cuối năm 2024:** Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu phi lê đông lạnh của VHC sẽ tăng 14,3% YoY trong năm 2024, bao gồm mức tăng trưởng sản lượng đạt 16%/20%/30% YoY tại thị trường Mỹ/Trung Quốc/EU. Sự tăng trưởng tích cực này là nhờ (i) lệnh cấm của Mỹ và EU đối với các sản phẩm cá và hải sản có nguồn gốc từ Nga vào tháng 12/2023 và (ii) tình trạng thiếu nguồn cung cá rô phi thay thế có thể có tác động tích cực đến xuất khẩu cá tra của VHC. Trong 2H.2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sẽ tiếp đà tăng trưởng vì giai đoạn tháng 8- tháng 11 là mùa cao điểm xuất khẩu cá tra cùng với kỳ vọng về sự phục hồi tiêu dùng của thị trường Mỹ.

**Giá bán bình quân (ASP) dự kiến sẽ phục hồi dần vào cuối năm:** Chúng tôi dự báo ASP sẽ tăng nhẹ 5,7% YoY từ nền thấp của năm 2023 ở mức 3,3 USD/kg. Dù giá bán bình quân giảm 17% svck đối với cả thị trường Hoa Kỳ và Trung Quốc trong Q2/2024 nhưng vẫn tăng 7% so với quý trước, theo đó chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân sẽ cải thiện dần trong 2H.2024.

**Nguồn cung sẽ dẫn cải thiện nhờ nhu cầu phục hồi và chi phí nuôi trồng sẽ giảm nhẹ vào cuối năm:** Chúng tôi kỳ vọng chi phí thức ăn thủy sản giảm sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp. Chúng tôi lưu ý rằng giá bột đậu nành, ngô và lúa mì lần lượt giảm 19%, 16% và 17% so với đầu năm sẽ tác động giảm chi phí thức ăn thủy sản trong nửa cuối năm 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của mảng này sẽ cải thiện 400 điểm cơ bản tính chung cả năm 2024 từ mức nền thấp của 2023.

### Khuyến nghị & Định giá

Sử dụng kết hợp phương pháp FCFF và SOTP, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VHC là **83.600** đồng/ cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá **21,5%** (bao gồm tỷ suất cổ tức 2,8%). Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với VHC.

### Rủi ro đầu tư

**Nhu cầu tiêu thụ cá tra toàn cầu suy giảm do triển vọng kinh tế kém lạc quan.** Theo Hiệp hội Nhà hàng Mỹ, bối cảnh lạm phát tăng cao dự báo sẽ khiến doanh thu các chuỗi nhà hàng Mỹ giảm ít nhất từ 3-5%. Chúng tôi cho rằng kịch bản như 2023 này khó có khả năng xảy ra do lạm phát đang được kiểm soát rất tốt ở Mỹ.

**Giá cước vận tải biển tăng ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận.** Căng thẳng ở khu vực Biển Đỏ làm giá cước vận tải biển từ Việt Nam đi các cảng bờ Đông nước Mỹ tăng mạnh, đồng thời hàng xuất khẩu thủy sản Việt Nam dự kiến sẽ phải đi vòng, hành trình bị kéo dài 7-10 ngày sẽ làm tăng chi phí, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận và sức cạnh tranh của cá tra tại thị trường Mỹ. Tuy nhiên, hiện tại giá cước vận tải đã giảm trở lại từ mức cao 03/2024.



**ĐỊNH GIÁ DCF & EV/EBITDA (COMPARABLE)****Phương pháp định giá So sánh (Comparable valuation)**

Chúng tôi sử dụng các công ty thuộc ngành thực phẩm và thủy sản để làm cơ sở tham chiếu cho giá trị nội tại (intrinsic value) của VHC dùng chỉ số EV/EBITDA. Do thị trường xuất khẩu mới dần hồi phục và VHC bán nhiều loại mặt hàng khác nhau. Chúng tôi thận trọng đánh giá EV/EBITDA target cho năm 2024 là 6.6x

**Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFF)**

Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, bên cạnh các kỳ vọng về kết quả hoạt động kinh doanh của VHC, chúng tôi có thực hiện thêm một số giả định như sau:

- **Chi phí vốn (WACC):** VHC sẽ có xu hướng sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ việc gia tăng vốn lưu động và có xu hướng giữ ổn định tỷ trọng nợ ngắn hạn và dài hạn so với hiện tại, do chi phí vốn vay tương đối thấp ở mức 4,5%/năm. Ngoài ra, chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính khoảng 16,3%. Vì vậy, chúng tôi ước tính chi phí vốn của Công ty sẽ ở mức 14,2%/năm.
- **Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn (Terminal growth):** VHC vận hành trong ngành lương thực thực phẩm và 73% doanh số các mặt hàng chủ yếu là xuất đi các thị trường quốc tế Mỹ, EU, và Trung Quốc. Với việc xuất khẩu đi Mỹ và EU đang trên đà hồi phục nên chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng vĩnh viễn ở mức 2%

Ticker	Tên công ty	Market Cap (tỷ VND)	EV/EBITDA	P/E	P/S	P/B
MPC.HNO	Minh Phu Seafood JSC	6.812	28,7	NULL	0,6	1,3
ANV.HM	Nam Viet Corp	4.217	20,6	124,0	1,0	1,5
FMC.HM	Sao Ta Foods JSC	3.111	8,1	11,4	0,5	1,6
HVG.HNO	Hung Vuong Corp	318	NULL	NULL	NULL	NULL
IDI.HM	I.D.I International Development and Investment Corp	2.447	15,3	49,1	0,3	0,8
ACL.HM	Cuulong Fish JSC	595	17,2	63,5	0,4	0,7
ABT.HM	Bentre Aquaproduct Import and Export JSC	496	6,8	7,7	0,9	1,0
ASM.HM	Sao Mai Group Corp	3.282	12,8	15,9	0,3	0,6
LAF.HM	Long An Food Processing Export JSC	253	5,0	7,2	0,6	1,2
<b>Mean</b>			10,6	15,1	0,5	1,0
<b>Median</b>			14,1	15,9	0,6	1,1

Nguồn: Refinitiv, Bloomberg, & LPBS Research

Chúng tôi xác định phương pháp DCF sẽ là phương pháp đáng tin cậy, vì vậy sẽ chiếm tỷ trọng 60%, các phương pháp còn lại sẽ có tỷ trọng 40% cho phương pháp EV/EBITDA

Phương pháp	Multiples	Chỉ tiêu FY2024	VND/CP	Tỷ trọng	Giá trị (vnd/cp)
EV/EBITDA	6,6x	EBITDA	10.085	40%	63.648
DCF				60%	96.900
<b>Giá trị cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	<b>100%</b>	<b>83.600</b>

Nguồn: Refinitiv, Bloomberg, & LPBS Research



**PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

Bảng Cân đối Kế toán (tỷ VND)	2023	2024E	2025E
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>7.888</b>	<b>9.325</b>	<b>11.038</b>
Tiền và Tương đương tiền	233	351	514
Đầu tư ngắn hạn	2.069	3.122	4.565
Khoản phải thu ngắn hạn	1.578	1.944	2.209
Hàng Tồn Kho	3.763	3.605	3.406
Tài sản ngắn hạn khác	245	302	344
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>4.054</b>	<b>4.705</b>	<b>4.872</b>
Tài sản cố định	5.476	6.752	7.454
<i>Khấu hao lũy kế</i>	<i>(2.093)</i>	<i>(2.562)</i>	<i>(3.091)</i>
Đầu tư dài hạn	67	67	67
Tài sản dài hạn khác	604	447	442
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>11.943</b>	<b>14.030</b>	<b>15.910</b>
<b>Nợ Ngắn Hạn</b>	<b>3.233</b>	<b>3.995</b>	<b>4.503</b>
Chi phí phải trả ngắn hạn	486	572	668
Vay ngắn hạn	2.157	2.666	2.973
Phải trả ngắn hạn khác	590	758	861
<b>Nợ Dài Hạn</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>
Vay dài hạn	102	102	102
Phải trả dài hạn khác	17	17	17
<b>Vốn Chủ Sở Hữu</b>	<b>8.591</b>	<b>9.916</b>	<b>11.289</b>
Vốn góp của chủ sở hữu	1.870	2.245	2.245
Thặng dư vốn cổ phần	264	264	264
LNST chưa phân phối	6.213	7.067	8.314
Lợi ích CĐ không kiểm soát	244	341	467
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>11.943</b>	<b>14.030</b>	<b>15.910</b>

Nguồn: Fiinpro & LPBS Research

Bảng Kết quả Kinh doanh (tỷ VND)	2023	2024E	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>10.033</b>	<b>12.362</b>	<b>14.045</b>
Giá vốn hàng bán	(8.540)	(10.056)	(11.216)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.493</b>	<b>2.307</b>	<b>2.829</b>
Chi phí bán hàng & quản lý	(525)	(725)	(791)
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>968</b>	<b>1.582</b>	<b>2.038</b>
Khấu hao	402	502	563
<b>EBITDA</b>	<b>1.370</b>	<b>2.084</b>	<b>2.601</b>
Thu nhập tài chính	377	315	395
Chi phí tài chính	(229)	(261)	(300)
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>(133)</i>	<i>(113)</i>	<i>(131)</i>
Lợi nhuận khác	28	30	30
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1.145</b>	<b>1.665</b>	<b>2.163</b>
Chi phí thuế	(171)	(198)	(252)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>974</b>	<b>1.468</b>	<b>1.911</b>
<i>Cổ đông không kiểm soát</i>	<i>919</i>	<i>1.371</i>	<i>1.785</i>
<i>Công ty mẹ</i>	<i>55</i>	<i>97</i>	<i>126</i>
<b>EPS (vnd/cp)</b>	<b>3.524</b>	<b>5.801</b>	<b>7.555</b>

Khả năng Sinh lợi	2023	2024E	2025E
Biên lợi nhuận gộp (%)	14,9%	18,7%	20,1%
Biên EBIT (%)	9,6%	12,8%	14,5%
Biên EBITDA (%)	13,7%	16,9%	18,5%
Biên LN ròng (%)	9,2%	11,1%	12,7%
ROE (%)	11,3%	14,8%	16,8%
ROA (%)	7,8%	10,6%	11,9%



## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân tích chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân tích không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích cùng các định giá nằm trong báo cáo phân tích (nếu có) nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân tích - CTCP Chứng Khoán LPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán LPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán LPBank

#### Tòa nhà Thaisquare The Merit

43-45-47 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (028) 730 98198

#### Phòng Phân tích

Email: [research@lpbs.com.vn](mailto:research@lpbs.com.vn)

