

## CTCP VĨNH HOÀN (VHC) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b> VND61.700	<b>Giá mục tiêu</b> VND69.500	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 3,3%	<b>Khuyến nghị</b> TRUNG LẬP	<b>Ngành</b> Hàng tiêu dùng
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------------	--------------------------------

Ngày 01/12/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Trung bình  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Trung bình

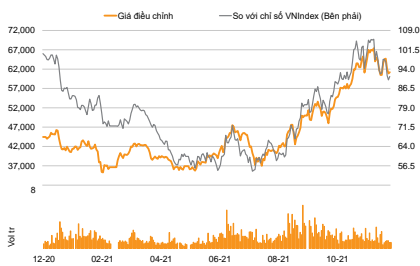
Consensus\*: Mua:8 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -3,3%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng giá mục tiêu 39,0%
- Tăng EPS 2021/22 lên 5,4%/8,7%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	67.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	35.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	100.170
Thị giá vốn (tỷ VND)	11.081
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	15,9
P/B hiện tại (x)	2,17

### Cơ cấu sở hữu

Bà Trương Thị Lệ Khanh	43,2%
Tập đoàn Mitsubishi	6,5%
Khác	50,3%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Thị Thanh Hằng**

hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

## Gian nan tỏ mặt anh hào

- Trong Q3/21, VHC công bố doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 2.231 tỷ đồng/255 tỷ đồng, tăng 23,9%/45,6% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu và giá bán cá tra trung bình sẽ tăng cao vào năm 2022 do nhu cầu hồi phục.
- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn là 69.500 đ/cp.

### Q3/21 tăng trưởng vững chắc bất chấp tác động của giãn cách xã hội

DT thuần Q3/21 tăng 23,9% svck lên 2.231 tỷ đồng, nhờ sản lượng xuất khẩu và giá bán cá tra trung bình tăng 9,2%/12,1% svck, theo ước tính của chúng tôi. Biên lợi nhuận gộp tăng 5,6 điểm % lên 18,3% do giá bán tăng 12,1% trong khi giá cá nguyên liệu trung bình chỉ nhích lên 1,2% svck. LN ròng trong Q3/21 tăng 45,6% svck lên 255,4 tỷ đồng. Trong 9T21, DTT tăng 24,9% svck lên 6.361 tỷ đồng trong khi LN ròng tăng 17,2% svck lên 647 tỷ đồng, hoàn thành 71,9% dự báo cả năm của chúng tôi.

### Chờ đón triển vọng tươi sáng

VHC ghi nhận kết quả khả quan trong 9T21 do 1) kế hoạch sản xuất hiệu quả để đối phó với COVID-19, 2) đà tăng giá bán của cá tra, và 3) khả năng đàm phán của VHC để chuyển chi phí vận chuyển cho khách hàng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng DTT/ LN ròng năm 2021 sẽ tăng trưởng lần lượt 27,4%/34,4% svck. Nhưng những ngày tươi đẹp nhất có thể vẫn còn ở phía trước, năm 2022 sẽ còn là một năm rục rờ hơn đối với VHC với LN ròng dự kiến tăng 40,4% svck. Triển vọng lạc quan nhờ: 1) nhu cầu phục hồi từ các thị trường xuất khẩu chính (Mỹ, EU, Trung Quốc), 2) giá bán trung bình ước tính tăng 9,0% svck và 3) Đồng bằng sông Cửu Long được tiêm phủ vắc-xin sẽ hạn chế tác động của gián đoạn chuỗi cung ứng, giúp năng lực sản xuất của VHC trở lại mức trước dịch.

### Dù vậy định giá hiện tại đã ở mức hợp lý

Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 39,0% để phản ánh mức tăng 34,4%/40,4%/6,7% của LN ròng giai đoạn 2021-23 và P/E mục tiêu cao hơn với triển vọng tăng trưởng tích cực. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức giá cổ phiếu VHC hiện tại đã phản ánh phần nào viễn cảnh tươi đẹp của công ty sau đại dịch với tăng trưởng doanh thu xuất khẩu mạnh mẽ trong tháng 9-10/2021 (+18,8%/+6,1% svck). Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương giữa định giá DCF và P/E 2022.

### Tiềm năng tăng giá/rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá bao gồm giá bán trung bình cao hơn và nhu cầu cá tra mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm những thay đổi bất lợi trong quy định của thị trường mục tiêu và tác động kéo dài của COVID-19.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.037	8.968	10.438	11.836
Tăng trưởng DT thuần	(10,5%)	27,4%	16,4%	13,4%
Biên lợi nhuận gộp	14,2%	16,4%	18,3%	17,3%
Biên EBITDA	14,6%	15,3%	17,0%	15,8%
LN ròng (tỷ)	705	947	1.330	1.419
Tăng trưởng LN ròng	(40,2%)	34,4%	40,4%	6,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(38,6%)	35,7%	39,9%	6,8%
EPS cơ bản	3.844	5.166	7.254	7.738
EPS điều chỉnh	3.735	5.063	7.109	7.583
BVPS	28.146	31.995	37.294	43.029
ROAE	14,0%	17,2%	20,9%	19,3%

## GIAN NAN TỔ MẶT ANH HÀO

**Tóm tắt Q3/21: KQKD ghi nhận mức tăng trưởng vững chắc so với cùng kỳ năm ngoái bất chấp tác động tiêu cực của làn sóng Covid-19 lần thứ 4**

Hình 1: So sánh kết quả kinh doanh

KQKD Q3/21 (đơn vị: tỷ đồng)	Q3/21	Q3/20	% svck	9T21	9T20	% svck	sv dự phóng 2021
<b>Doanh thu thuần</b>	2.231	1.800	23,9%	6.361	5.093	24,9%	74,6%
<b>Cá tra phi-lê</b>	1.502	1.194	25,8%	4.219	3.345	26,1%	83,2%
<i>Trong Q3/21, giá bán bình quân cá tra tăng mạnh so với Q3/20 do nhu cầu thị trường Mỹ phục hồi mạnh mẽ. Giá bán bình quân được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng cho đến hết Q1/22 và sau đó duy trì ở mức cao.</i>							
<b>GBBQ (USD/kg)</b>	3,04	2,71	12,1%	2,78	2,81	-1,2%	-8,0%
<b>Giá cá nguyên liệu (đồng/kg)</b>	21.667	21.417	1,2%	20.889	19.252	8,5%	-5,1%
<b>Các sản phẩm khác</b>	459	474	-3,2%	1.420	1.104	28,6%	60,8%
<i>Tăng trưởng doanh thu của C&amp;G chậm lại, chỉ đạt 13,8% svck trong 9T21, chỉ hoàn thành 60% dự báo cả năm của chúng tôi do nhu cầu toàn cầu yếu hơn chúng tôi dự kiến. Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu có dấu hiệu phục hồi trong Q3/21, với mức tăng 25,8% so với cùng kỳ năm ngoái.</i>							
<b>Collagen và Gelatin</b>	166	132	25,8%	478	420	13,8%	59,8%
<b>Sa Giang</b>	103	N/A	0,0%	278	N/A	0,0%	86,2%
<b>LNG</b>	409	229	78,2%	1.114	775	43,7%	82,3%
<i>VHC đã mua thành công 51% cổ phần của SGC vào T1/21</i>							
<b>Biên LNG</b>	18,3%	12,7%	+5,6 điểm %	17,5%	15,2%	+2,3 điểm %	+1,6 điểm %
<i>Kể từ T10/20, VHC đã phải ký các đơn hàng với giá CIF (VHC chi trả chi phí, bảo hiểm và cước phí vận chuyển theo đơn đặt hàng của người mua) để duy trì mối quan hệ lâu dài với các nhà nhập khẩu. Tuy nhiên, chi phí bán hàng &amp; quản lý trong Q3/21 giảm so với Q2/21 do VHC đã ngừng hỗ trợ chi phí vận chuyển với khách hàng trong bối cảnh nhu cầu cao như hiện nay. Hầu hết các đơn đặt hàng sản phẩm xuất khẩu được vận chuyển theo hợp đồng FOB.</i>							
<b>Chi phí quản lý và bán hàng</b>	112,1	69,8	61%	402,1	220,9	82%	96%
<b>Chi phí quản lý và bán hàng/DTT</b>	5,0%	3,9%	+1,1 điểm %	6,3%	4,3%	+2,0 điểm %	+1,4 điểm %
<b>LN trước thuế</b>	292,7	196,4	49,1%	745,9	620,2	20,3%	74,3%
<b>LN ròng</b>	255,4	175,4	45,6%	646,6	551,6	17,2%	71,9%

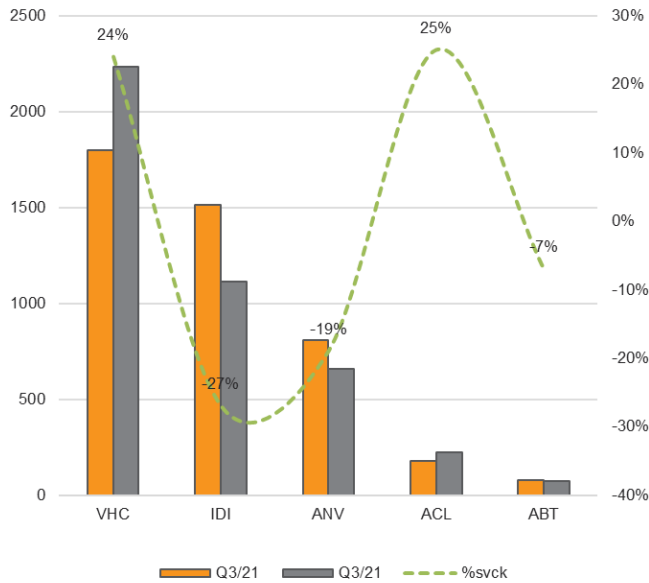
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Kết quả kinh doanh VHC vượt trội so với ngành trong Q3/21 nhờ kế hoạch sản xuất hiệu quả để đối phó với COVID-19

Thủy sản là ngành chịu ảnh hưởng trực tiếp từ làn sóng thứ 4 của Covid-19. Theo Tổng cục Thủy sản, đến đầu tháng 9/2021, đã có 176/449 cơ sở chế biến cá tra ngừng sản xuất (39,2%) do không đáp ứng được gánh nặng chi phí và điều kiện "3 tại chỗ". 49% nhà máy chế biến cá tra tại 5 tỉnh An Giang, Đồng Tháp, Cần Thơ, Hậu Giang, Vĩnh Long phải tạm dừng hoạt động, số lao động phải nghỉ việc do dịch Covid-19 lên tới hơn 70%. Tại các tỉnh, thành phố phía Nam, tổng công suất hoạt động của các nhà máy chế biến cá tra chỉ đạt khoảng 30 - 40% so với trước khi thực hiện giãn cách xã hội.

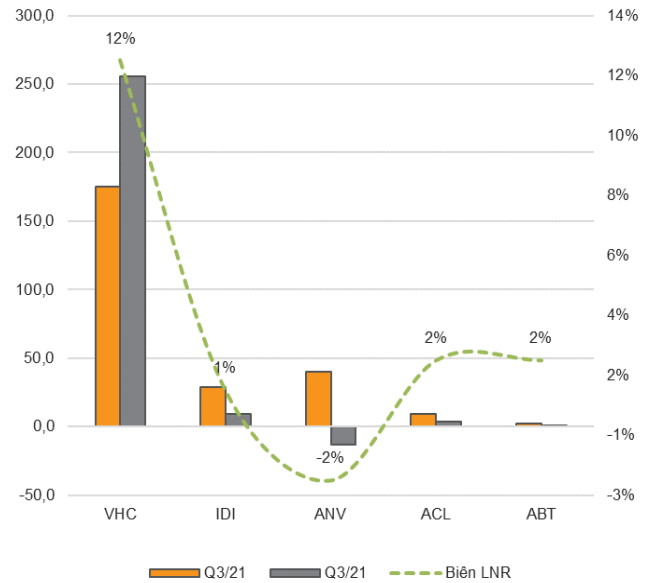
Mặc dù việc giãn cách xã hội trong Q3/21 cũng ảnh hưởng đến công suất của công ty (VHC hoạt động ở mức 80% công suất bình thường khi duy trì sản xuất "3 tại chỗ"), nhưng VHC vẫn đạt được kết quả khả quan so với các công ty cùng ngành.

**Hình 2: Không chỉ có DTT của VHC tăng trưởng mạnh ... (đơn vị: tỷ đồng)**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, FIIN

**Hình 3: ...mà lợi nhuận ròng của công ty cũng vượt trội so với ngành (đơn vị: tỷ đồng)**



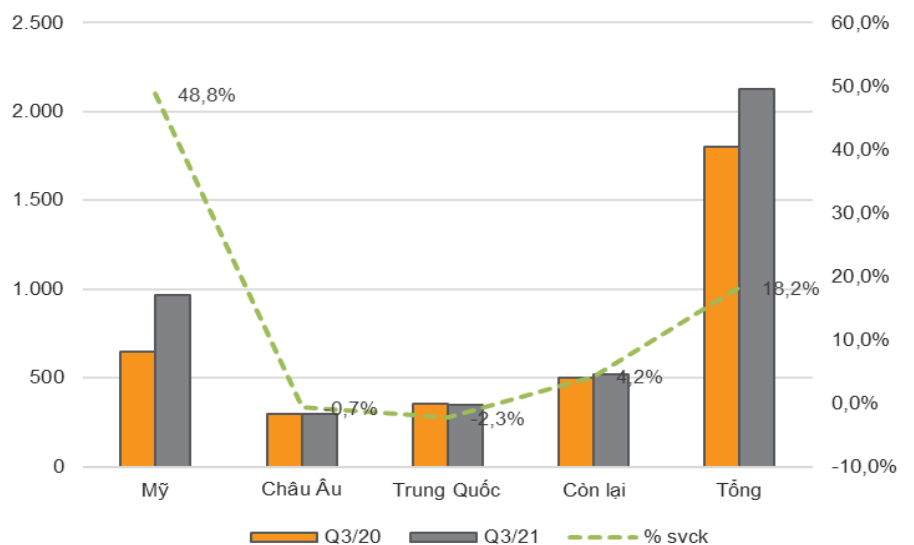
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, FIIN

VHC có thể duy trì hoạt động ổn định và ghi nhận mức tăng trưởng LN ròng ấn tượng trong Q3/21 (45,6% svck) nhờ 1) công ty đã có những biện pháp hiệu quả để đối phó với khó khăn thiếu hụt nhân lực sản xuất trong thời kỳ đại dịch và 2) công ty có khả năng đàm phán để chuyển việc tăng chi phí vận chuyển cho khách hàng.

**Sự sụt giảm của thị trường Châu Âu và Trung Quốc được bù đắp bởi sự phục hồi đáng kể của thị trường Mỹ**

Giá trị xuất khẩu trong Q3/21 của VHC sang Mỹ tăng mạnh 48,8% svck, đạt 967 tỷ đồng, trong khi giá trị xuất khẩu sang châu Âu/Trung Quốc giảm 0,7%/2,3% svck xuống còn 295 tỷ/346 tỷ đồng.

**Hình 4: Doanh thu xuất khẩu tại các thị trường xuất khẩu chính (Đơn vị: tỷ USD)**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong Q3/21, doanh thu xuất khẩu của VHC sang Trung Quốc giảm do quy định chặt chẽ hơn của Trung Quốc đối với thủy sản nhập khẩu do lo ngại vi-rút lây lan qua các sản phẩm nhập khẩu. Trong khi đó, tại thị trường EU, ngành dịch vụ ăn uống (nhà hàng, khách sạn ...) của EU phục hồi chậm hơn dự kiến và khách hàng yêu cầu sản phẩm chất lượng cao hơn nhưng giá thấp hơn.

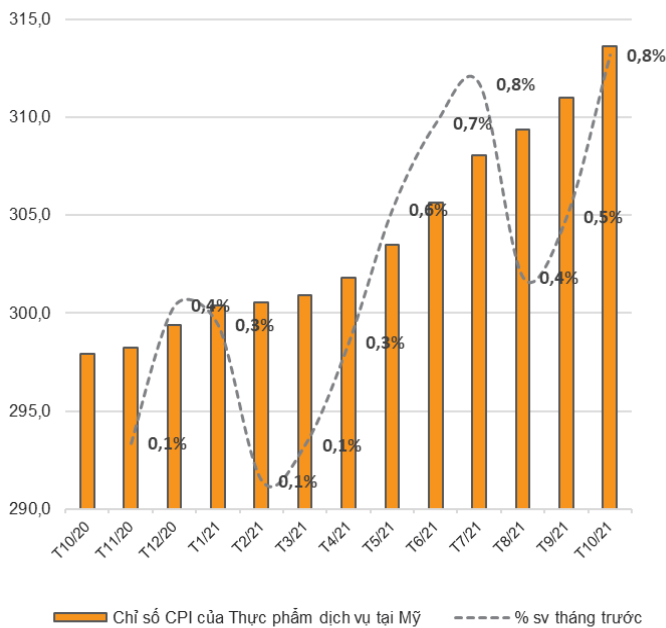
Hơn nữa, do giá nhập khẩu cá tra của thị trường EU và Trung Quốc thấp hơn thị trường Mỹ, cũng như công suất của nhà máy bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh, VHC đã ưu tiên các đơn hàng sang thị trường Mỹ để đạt được lợi nhuận tối ưu.

**Triển vọng 2021-22: Sẵn sàng cho sự phục hồi từ Q4/21 trở đi**

**Hưởng lợi do nhu cầu tăng cao tại các thị trường xuất khẩu chính**

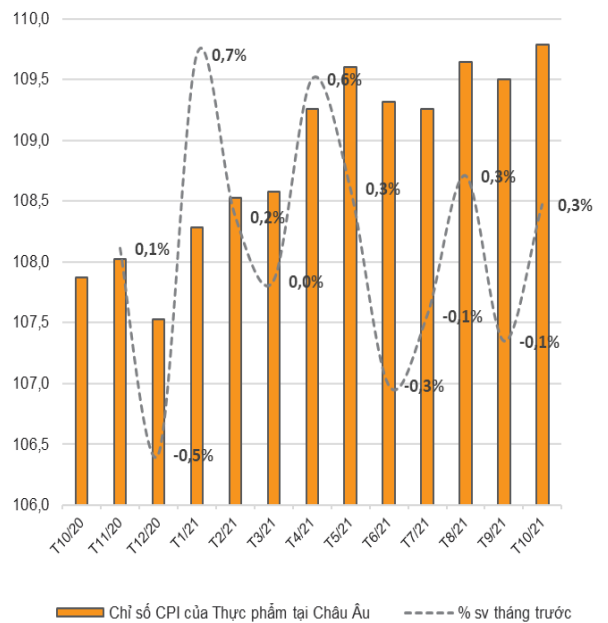
Người tiêu dùng ở Mỹ và Châu Âu đã cho thấy nhu cầu bị dồn nén mạnh mẽ sau giãn cách. Theo Cục Thống kê Lao động Mỹ (BLS), CPI đối với thức ăn ở Mỹ/Châu Âu tăng lần lượt là 0,8%/0,3% sv tháng trước trong tháng 10/21. Đặc biệt, cuối năm thường là mùa cao điểm của ngành thủy sản do các thị trường nhập khẩu có nhu cầu lớn cho các dịp lễ cuối năm.

**Hình 5: Chỉ số CPI của Hoa Kỳ cho thực phẩm dịch vụ là 313,6 điểm vào T10/21 (+ 0,8% sv tháng trước)**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Cục thống kê Lao động Mỹ

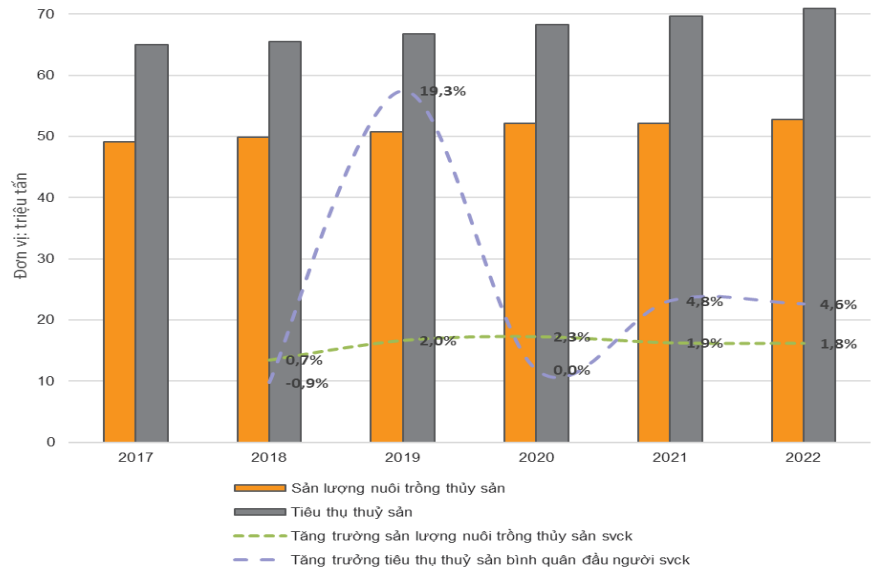
**Hình 6: Chỉ số CPI đối với thực phẩm của EU tăng 0,3% sv tháng trước lên 109,8 điểm vào T10/21**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Cục thống kê Lao động Mỹ

Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng các rào cản thương mại với Trung Quốc sẽ được giải quyết sau đại dịch. Sau khi vắc-xin được tiêm phủ rộng rãi trên toàn thế giới vào năm 2022, chúng tôi tin rằng nhu cầu của Trung Quốc đối với các sản phẩm thủy sản, bao gồm cả cá tra, sẽ phục hồi.

**Hình 7: Nhu cầu thủy sản của Trung Quốc đang tăng với tốc độ cao hơn cung trong nước**

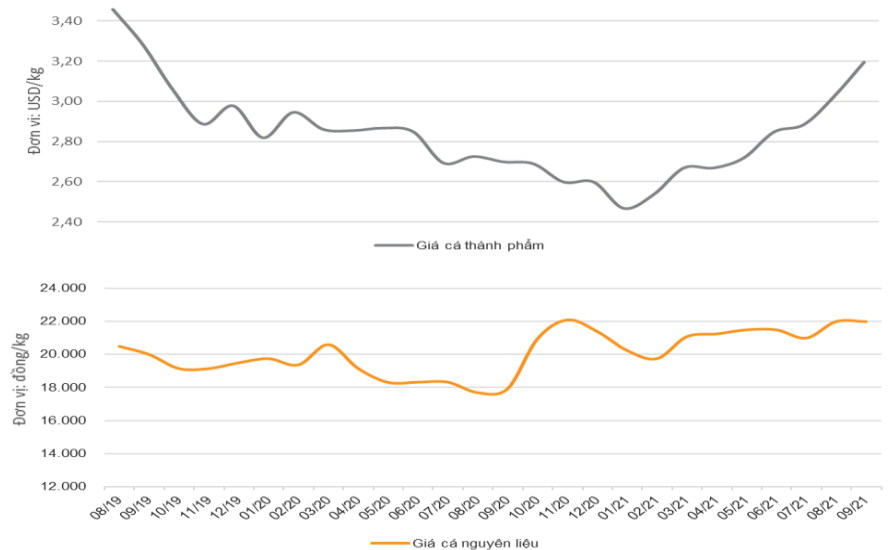


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VASEP

### Giá bán cá tra dự kiến sẽ tiếp tục tăng cho đến hết Q1/22

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiếp tục tăng sau khi nhà hàng và dịch vụ lưu trú tại các thị trường mục tiêu trở lại mức trước đại dịch, dẫn đến giá bán bình quân tăng từ 2,7 USD/kg trong năm 2020 lên 3,0-3,4 USD/kg (+10,6%/9,5% svck) trong 2021-22, theo ước tính của chúng tôi. Theo Tổng cục Thủy sản, diện tích nuôi cá tra đến ngày 15/9/2021 đạt 3.516 ha (giảm 25,7% so với cùng kỳ năm 2020). Diện tích thả nuôi cá tra trong tháng 7 và tháng 8 đã giảm khoảng 50-55% so với các tháng trước. Điều này có thể dẫn đến giảm nguồn cung cá nguyên liệu, đẩy giá cá nguyên liệu tăng từ 20.762 đồng/kg vào năm 2020 lên mức ước tính 22.008-23.769 đồng/kg (+0,1%/1,0% so với dự báo trước của chúng tôi) trong năm 2021-22. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ tăng 0,5% lên 16,4% trong năm 2021 và 18,3% trong năm 2022 năm dựa trên giá cá nguyên liệu và giá bán trung bình chúng tôi dự báo trong giai đoạn này.

**Hình 8: Giá bán cá tra vẫn trong xu hướng tăng trong khi giá cá nguyên liệu đi ngang**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VASEP



**Thay đổi trong dự báo năm 2021-22**

Dựa trên đà tăng giá bán cá tra trung bình, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu như VHC xứng đáng được đánh giá lại ở mức giá mục tiêu cao hơn nhờ một số lý do chính sau:

- Chúng tôi tăng dự báo doanh thu thuần lên 5,2%/5,0% so với báo cáo trước đó sau khi tăng giá bán cá tra lên 1,8%/ 4,4% do chúng tôi kỳ vọng nhu cầu ở các thị trường xuất khẩu chính sẽ tăng lên.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 0,5 điểm %/0,5 điểm % trong 2021-22 so với dự báo trước đó do giá cá tra tăng như đã đề cập trong khi chúng tôi kỳ vọng giá cá nguyên liệu chỉ nhích 0,1/1,0% trong 2021-22.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (so với doanh thu thuần) trong năm 2021 lên 0,6 điểm% do chi phí vận chuyển tăng mạnh trong 9T2021. Tuy nhiên, nhờ VHC có khả năng chuyển chi phí vận chuyển cho khách hàng kể từ T10/2021, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo cho năm 2022.
- Chúng tôi giảm doanh thu từ C&G 12,7%/6,3% cho năm 2021/22 do (1) dây chuyền sản xuất bị ảnh hưởng bởi Covid-19 và (2) nhu cầu bị ảnh hưởng mạnh hơn chúng tôi dự kiến.

Hình 9: Thay đổi dự báo 2021-2022

Đơn vị: tỷ đồng	2021			2022			
	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	
Doanh thu thuần	8.524	8.968	5,2%	9.939	10.438	5,0%	
<i>Phi-lê cá tra</i>	5.067	5.473	8,0%	5.960	6.443	8,1%	Chúng tôi giả định rằng nhu cầu đối với cá tra sẽ tiếp tục tăng vào cuối năm 2021/2022. Giá bán trung bình cũng sẽ tăng do nhu cầu tăng nhưng nguồn cung sẽ tạm thời bị thắt chặt trong ngắn hạn do các nhà sản xuất cá tra bị ảnh hưởng trong đợt dịch bệnh gần đây.
<i>Các sản phẩm khác</i>	2.334	2.475	6,1%	2.385	2.715	13,8%	
<i>Collagen và Gelatin</i>	799	697	-12,7%	1.278	1.198	-6,3%	Chúng tôi đã điều chỉnh giảm 12,7% dự báo doanh thu C&G do nhu cầu sản phẩm bị ảnh hưởng nghiêm trọng hơn chúng tôi dự kiến vào đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng doanh thu năm 2022 sẽ tăng trở lại từ mức đáy của năm 2021.
<i>Sa Giang</i>	322	322	0,1%	316	339	7,1%	
Lợi nhuận gộp	1.352	1.474	9,0%	1.765	1.909	8,2%	
Biên LN gộp	15,9%	16,4%	+0,5 điểm %	17,8%	18,3%	+0,5 điểm %	
<i>Phi-lê cá tra</i>	14,2%	15,9%	+1,7 điểm %	15,4%	18,0%	+2,6 điểm %	Biên LN tăng do đà tăng của giá bán trung bình
<i>Các sản phẩm khác</i>	11,8%	11,8%	+0,0 điểm %	11,4%	11,1%	-0,3 điểm %	
<i>Collagen và Gelatin</i>	36%	35,0%	-1,0 điểm %	40,0%	41,0%	+1,0 điểm %	
<i>Sa Giang</i>	21,1%	21,1%	0%	20,5%	19,3%	-1,2%	Giá gạo cao hơn gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của Sa Giang
Chi phí quản lý và bán hàng	417	484	16,0%	512	538	5,0%	
Chi phí quản lý và bán hàng/DTT	4,9%	5,4%	+0,5điểm%	5,2%	5,2%	0,0%	Chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí bán hàng & quản lý do chi phí vận chuyển tăng mạnh trong 9T21. Tuy nhiên, nhờ VHC có khả năng chuyển chi phí vận chuyển cho khách hàng kể từ T10/2021, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo cho năm 2022.
Lợi nhuận từ HĐKD	1.027	1.078	4,9%	1.390	1.510	8,6%	
LN trước thuế	1.004	1.053	4,9%	1.363	1.481	8,7%	
LN ròng	899	943	4,9%	1.224	1.330	8,7%	
EPS	4.805	5.040	4,9%	6.541	7.109	8,7%	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

**Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với mức giá mục tiêu cao hơn 69.500đ/cp**

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 39,0% lên 69.500 đồng sau khi điều chỉnh tăng EPS 2021-22 lên 5,4%/8,7%. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương của định giá DCF 5 năm và P/E 2022 là 10,5 lần. Chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu của năm 2022 thay vì P/E lịch sử 3 năm (6,7 lần) để phản ánh tốt hơn tâm lý thị trường hiện tại. Tiềm năng tăng giá để đánh giá lại là giá bán phục hồi cao hơn dự kiến và nhu cầu mạnh hơn ở các thị trường mục tiêu. Rủi ro giảm giá bao gồm những thay đổi bất lợi trong các quy định của thị trường mục tiêu và tác động kéo dài của COVID-19.

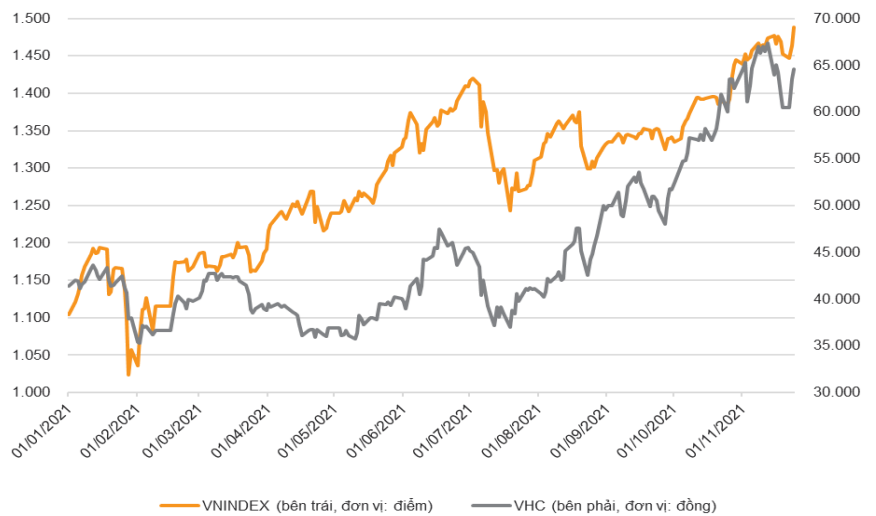
Tuy nhiên, chúng tôi vẫn hạ khuyến nghị của mình từ Khả quan xuống Trung lập do chúng tôi cho rằng đợt tăng giá cổ phiếu gần đây đã đi phần nào phản ánh triển vọng tích cực của VHC trong năm 2022.

**Hình 1: Phương pháp định giá**

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý (đồng/cp)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	64.407	50%	32.203
P/E ( P/E mục tiêu 10,5)	74.641	50%	37.320
Giá hợp lý			69.524
Giá mục tiêu (làm tròn)			69.500

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Diễn biến VNINDEX và giá cổ phiếu VHC trong năm 2021 (dữ liệu ngày 29/11/2021)**



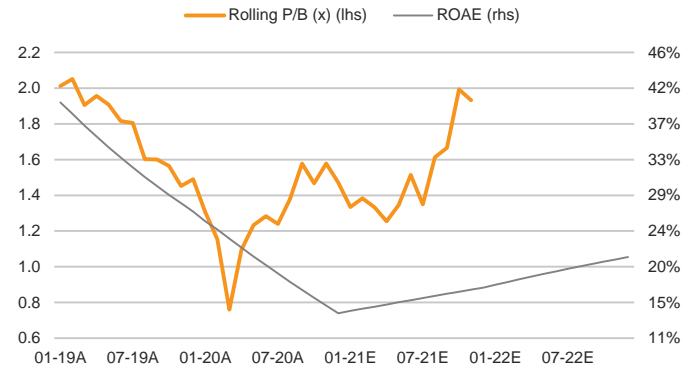
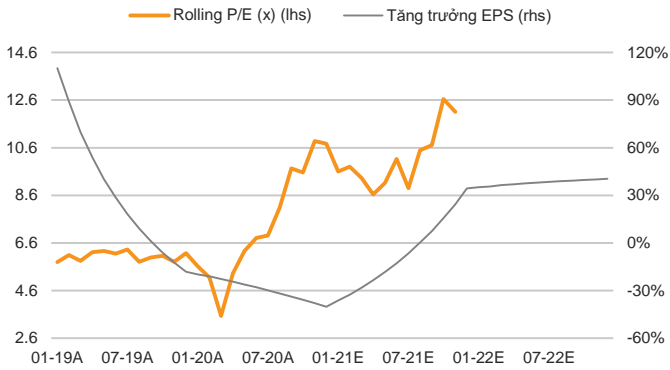
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Hình 12: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 30/11/2021)**

Tên công ty	Mã BB	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu đô)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		D/E (lần)	
						Hiện tại	2021	Hiện tại	2021	Hiện tại	2021	Hiện tại	2021	Hiện tại	2021
CTCP Nam Việt	ANV VN	35.500	NA	KKN	198,8	28,0	N/A	1,9	N/A	6,7	N/A	3,5	N/A	23,0	
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	ABT VN	36.000	NA	KKN	18,2	20,6	N/A	1,0	N/A	4,8	N/A	3,6	N/A	127,4	
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL VN	17.200	NA	KKN	38,0	16,5	N/A	1,2	0,1	5,6	N/A	2,6	N/A	142,0	
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI VN	21.950	NA	KKN	220,1	N/A	N/A	1,7	N/A	2,9	N/A	1,1	N/A	78,9	
<b>Trung bình</b>					118,8	21,7	N/A	1,4	N/A	5,0	N/A	2,7	N/A	78,9	
<b>Trung vị</b>					118,4	20,6	N/A	1,5	N/A	5,2	N/A	2,5	N/A	0,0	
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC VN	61.700	69.500	TRUNG LẬP	485,71	13,8	12,0	2,0	N/A	14,7	N/A	10,8	N/A	22,7	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	8.968	10.438	11.836
Giá vốn hàng bán	(7.494)	(8.529)	(9.788)
Chi phí quản lý DN	(188)	(214)	(238)
Chi phí bán hàng	(296)	(324)	(366)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>990</b>	<b>1.371</b>	<b>1.444</b>
EBITDA thuần	1.244	1.627	1.720
Chi phí khấu hao	(254)	(256)	(276)
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>990</b>	<b>1.371</b>	<b>1.444</b>
Thu nhập lãi	219	238	257
Chi phí tài chính	(127)	(99)	(93)
Thu nhập ròng khác	(25)	(29)	(33)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.058</b>	<b>1.481</b>	<b>1.576</b>
Thuế	(110)	(151)	(157)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>947</b>	<b>1.330</b>	<b>1.419</b>
Thu nhập trên vốn	947	1.330	1.419
Cổ tức phổ thông	(367)	(381)	(381)
<b>LN giữ lại</b>	<b>581</b>	<b>949</b>	<b>1.038</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	67	156	162
Đầu tư ngắn hạn	1.308	1.674	1.872
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.926	1.996	2.294
Hàng tồn kho	1.724	1.862	2.200
Các tài sản ngắn hạn khác	98	115	131
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.123</b>	<b>5.803</b>	<b>6.659</b>
Tài sản cố định	2.033	2.199	2.316
Tổng đầu tư	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	860	950	1.022
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8.017</b>	<b>8.954</b>	<b>9.998</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.119	954	813
Phải trả người bán	377	421	489
Nợ ngắn hạn khác	579	676	752
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.075</b>	<b>2.050</b>	<b>2.054</b>
Vay & nợ dài hạn	55	42	28
Các khoản phải trả khác	24	27	31
Vốn điều lệ và	1.905	1.905	1.905
LN giữ lại	3.768	4.710	5.740
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.863</b>	<b>6.835</b>	<b>7.886</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.017</b>	<b>8.954</b>	<b>9.998</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.058</b>	<b>1.481</b>	<b>1.576</b>
Khấu hao	254	256	276
Thuế đã nộp	(110)	(151)	(157)
Các khoản điều chỉnh khác	(44)	(91)	(112)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(395)</b>	<b>(107)</b>	<b>(512)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>763</b>	<b>1.388</b>	<b>1.071</b>
Đầu tư TSCĐ	(453)	(423)	(392)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	11	10	9
Các khoản khác	(69)	(167)	(145)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(511)</b>	<b>(580)</b>	<b>(528)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(14)	(180)	(155)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(367)	(381)	(381)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(381)</b>	<b>(561)</b>	<b>(536)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	41	(88)	160
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(129)</b>	<b>248</b>	<b>7</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	(88)	160	167

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	10,6%	12,7%	12,0%
Vòng quay TS	1,18	1,23	1,25
ROAA	12,5%	15,7%	15,0%
Đòn bẩy tài chính	1,38	1,34	1,29
ROAE	17,2%	20,9%	19,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	70,5	62,0	62,9
Số ngày nắm giữ HTK	84,0	79,7	82,0
Số ngày phải trả tiền bán	18,4	18,0	18,2
Vòng quay TSCĐ	4,67	4,93	5,24
ROIC	13,5%	17,0%	16,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,5	2,8	3,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	1,9	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,7	0,9	1,0
Vòng quay tiền	136,1	123,7	126,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	27,4%	16,4%	13,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	45,0%	38,5%	5,3%
Tăng trưởng LN ròng	34,4%	40,4%	6,7%
Tăng trưởng EPS	34,4%	40,4%	6,7%

Nguồn: VND RESEARCH



## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên Phân tích

Email: [hng.nguyenthanh3@vndirect.com.vn](mailto:hng.nguyenthanh3@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

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

Website: <https://vndirect.com.vn>