

CTCP VĨNH HOÀN (VHC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND75.000	VND80.600	2,7%	TRUNG LẬP	Hàng tiêu dùng

Ngày 23/02/2022

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

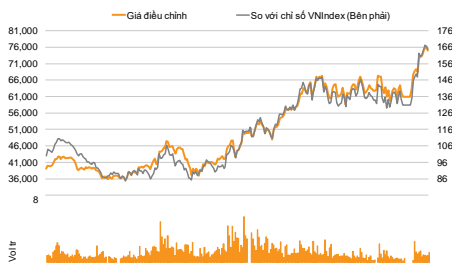
Consensus*: Mua:8 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 6,0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng giá mục tiêu 16%.
- Điều chỉnh tăng 7,6%/6,6% của EPS năm 2022/23.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	76.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	35.750
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	51.557tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	13.828
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	12,4
P/B hiện tại (x)	2,4

Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lệ Khanh	43,5%
Mitsubishi Corp	6,6%
Khác	49,9%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Thanh Hằng

Hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Chờ đón triển vọng tươi sáng trong năm 2022

- DT thuần/LN ròng Q4/21 của VHC tăng 38,5%/171,1% svck.
- Chúng tôi tự tin về triển vọng năm 2022/23 của VHC với DT thuần/LN tăng lần lượt 25,8%/6,5% svck và 27,4%/5,6 svck nhờ nhu cầu phục hồi và giá bán trung bình cao ở các thị trường xuất khẩu chính.
- Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 80.600 đồng/cp sau khi điều chỉnh tăng 7,6%/6,6% dự phóng EPS năm 2022/23.

Kết quả kinh doanh Q4/21 ấn tượng nhờ nhu cầu từ thị trường Mỹ

Doanh thu (DT) thuần Q4/21 của VHC tăng 38,5% svck lên 2.693 tỷ đồng nhờ sản lượng cá tra nhích nhẹ 1,2% svck và giá bán cá tra bình quân tăng 35,9% svck, theo ước tính của chúng tôi. Thị trường Mỹ là thị trường chủ chốt với DT xuất khẩu tăng 91,2% svck. Ngoài ra, biên lợi nhuận (LN) gộp Q4/21 tăng 11,4 điểm % svck lên 23,7% nhờ giá bán cao và tồn kho cá nguyên liệu giá thấp. LN ròng Q4/21 tăng 171% svck lên 454,7 tỷ đồng, cao hơn mức tăng 46% svck trong Q3/21. Cả năm 2021, DT thuần/LN ròng của VHC tăng 28,7%/53,2% svck lên 9.054 tỷ đồng/1.101 tỷ đồng, hoàn thành 101%/116% dự phóng cả năm.

Chúng tôi tự tin về triển vọng năm 2022-23 của VHC vì...

... (1) nhu cầu của thị trường Mỹ được kỳ vọng sẽ thúc đẩy DT xuất khẩu tăng 23,9% svck, (2) thị trường Trung Quốc và EU dự kiến sẽ tăng trưởng trở lại sau kết quả khiêm tốn năm 2021, (3) mảng Collagen & Gelatin (C&G) phục hồi từ mức thấp năm 2021 do nhu cầu làm đẹp ngày càng tăng; và (4) giá bán có khả năng đạt mức 3,45 USD/kg trong năm 2022 do nguồn cung cá nguyên liệu thắt chặt đến 6 tháng cuối năm do diện tích nuôi cá tra Việt Nam đã giảm đáng kể từ Q3/21 trong thời gian dịch bệnh bùng phát. Với khả năng tự cung được 70% nguyên liệu đầu vào, VHC sẽ được hưởng lợi từ giá bán tăng mà không gặp vấn đề về nguồn cung.

Thay đổi dự phóng năm 2022/23

Chúng tôi tăng dự phóng DT cá tra năm 2022/23 lên 3,8%/0,8% và DT các sản phẩm khác tăng 20,8%/6,7% do kỳ vọng nhu cầu và giá bán phục hồi mạnh mẽ tại các thị trường xuất khẩu. Chúng tôi hạ dự phóng DT của mảng C&G trong năm 2022/23 xuống 16,9%/4,3% do nhu cầu phục hồi chậm hơn dự kiến. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng DT và LN ròng 2022 sẽ tăng lần lượt 25,8%/27,4% svck, sau đó giảm tốc xuống 6,5%/5,6% svck trong năm 2023.

Triển vọng đã phân nào được phản ánh vào giá

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 80.600 đồng/cp do 1) chúng tôi chuyển cơ sở định giá DCF sang 2022 và 2) chúng tôi điều chỉnh tăng EPS năm 2022/23 lên 7,6%/6,6%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá thị trường của cổ phiếu hiện đang gần với giá trị hợp lý. Do đó, chúng tôi giữ khuyến nghị Trung lập. Tiềm năng tăng giá bao gồm giá bán và nhu cầu cao hơn dự kiến ở các thị trường xuất khẩu mục tiêu. Rủi ro giảm giá bao gồm giá cá nguyên liệu và chi phí vận chuyển cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.037	9.054	11.388	12.127
Tăng trưởng DT thuần	(10,5%)	28,7%	25,8%	6,5%
Biên lợi nhuận gộp	14,2%	19,4%	19,4%	18,9%
Biên EBITDA	14,6%	17,8%	17,3%	17,1%
LN ròng (tỷ)	719	1.101	1.403	1.482
Tăng trưởng LN ròng	(39,0%)	53,2%	27,4%	5,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(40,2%)	56,4%	28,3%	5,6%
EPS cơ bản	3.920	6.005	7.650	8.081
EPS điều chỉnh	3.702	5.896	7.497	7.920
BVPS	28.146	32.076	37.912	44.087
ROAE	14,3%	19,9%	21,9%	19,7%

CHỜ ĐÓN TRIỂN VỌNG TƯƠI SÁNG TRONG NĂM 2022
Kết quả kinh doanh Q4/21 vượt kỳ vọng của chúng tôi

Hình 1: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q4/21 và cả năm 2021

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/21	Q4/20	% svck	2021	2020	% svck	% so với dự phóng 2021
ASP (USD/kg)	3,62	2,63	37,7%	2,99	2,77	8,0%	99,0%
Doanh thu	2.693	1.944	39%	9.054	7.037	28,7%	101%
<i>Sản phẩm cá tra</i>	1.741	1.339	30%	5.960	4.684	27,2%	108,9%
<i>Sản phẩm khác</i>	685	471	45%	2.105	1.575	33,7%	85,1%
C&G	164	139	18%	642	559	14,8%	92%
<i>Sa Giang</i>	312	N/A		385	N/A		119%
LN gộp	639	240	166,2%	1.752	1.015	72,7%	119%
Biên LN gộp	23,7%	12,3%	+11,4 điểm%	19,4%	14,4%	+5.0 điểm%	
Chi phí quản lý và bán hàng	153,8	98,40	56,3%	555,9	319,3	74%	115%
Chi phí quản lý và bán hàng/ DT	5,7%	5,1%	+0.6 điểm%	6,1%	4,5%	+1.4 điểm%	0%
LN trước thuế	541,9	183,1	196,0%	1.288	803,3	60,3%	121,7%
LN ròng	454,7	167,7	171,1%	1.101	719,3	53,1%	116,3%

Trong quý 4/2021, giá bán trung bình cá tra tiếp tục tăng mạnh so với quý 4/2020 do nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường Mỹ. Nhu cầu cao như vậy từ thị trường Mỹ trong Q4/21 là sự kết hợp của nhu cầu dồn nén sau đại dịch và cao điểm cho dịp lễ cuối năm. Giá bán năm 2022 dự kiến duy trì ở mức cao so với 2021 trong 6 tháng đầu năm trước khi ổn định vào cuối năm.

Doanh thu mảng C&G tăng 14,8% svck lên 642 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 92% dự báo cả năm của chúng tôi, nguyên nhân là do nhu cầu toàn cầu phục hồi chậm hơn so với dự kiến.

Biên LN gộp tăng chủ yếu do giá bán bình quân tăng mạnh hơn tốc độ tăng của giá cả nguyên liệu. Giá bán tăng mạnh như vậy chủ yếu do VHC tập trung đơn hàng vào thị trường Mỹ, nơi có giá bán cao hơn các thị trường khác.

Tăng trưởng chi phí bán hàng & quản lý trong quý 4/2021 của VHC giảm xuống 56% svck so với mức 61% svck của quý 3/2021 cùng kỳ do VHC đã 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 (70-80%) được vận chuyển theo hợp đồng FOB.

Cao hơn dự phóng của chúng tôi.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kết quả kinh doanh Q4/21 ấn tượng nhờ nhu cầu từ thị trường Mỹ

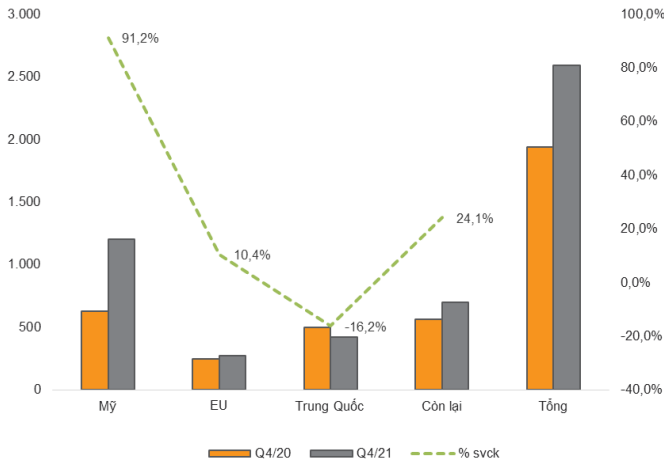
Vào T9/2021, tình trạng giãn xã hội do làn sóng Covid thứ 4 đã dần được nới lỏng trên khắp Việt Nam. Ngày 11/10/2021, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 128/NQ-CP quy định "Thích ứng an toàn, linh hoạt, kiểm soát hiệu quả dịch COVID-19", kịp thời tháo gỡ nhiều khó khăn và giải quyết các vấn đề do gián đoạn chuỗi cung ứng trong Q3/21 giúp ngành cá tra Việt Nam dần phục hồi. VHC cũng tận dụng việc này để khôi phục năng lực sản xuất trong quý 4/2021.

DT thuần quý 4/2021 của VHC tăng 38,5% svck nhờ:

- DT xuất khẩu quý 4/2021 của VHC sang thị trường Mỹ tăng mạnh 91,2% svck, đạt 1.201 tỷ đồng nhờ sức tiêu thụ mạnh cho dịp lễ cuối năm và nhu cầu dồn nén sau đại dịch, cùng với nguồn cung toàn thị trường vẫn chưa phục hồi hoàn toàn do tác động tiêu cực đến các nhà xuất khẩu cá tra trong nước từ làn sóng Covid-19 nên VHC đã tập trung vào thị trường Mỹ.
- Thị trường EU có dấu hiệu cải thiện khi xuất khẩu quý 4/2021 ghi nhận mức tăng trưởng tích cực 10,4% svck đạt 275 tỷ đồng (so với mức giảm 1% trong quý 3/2021).

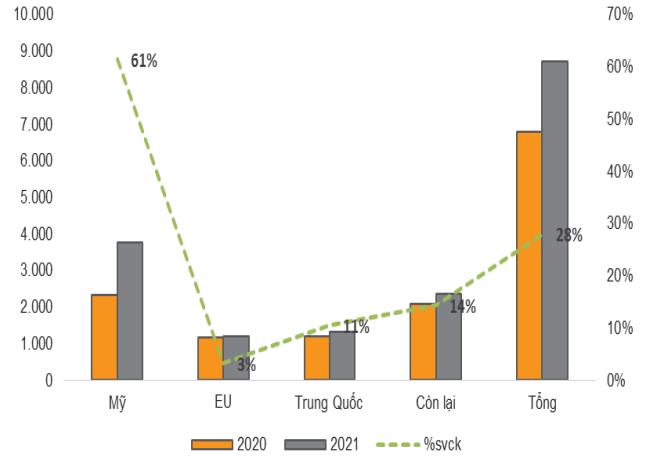
- DT thị trường Trung Quốc giảm mạnh 16,2% svck xuống còn 419 tỷ đồng do Trung Quốc duy trì chính sách "zero Covid", thắt chặt kiểm tra truy tìm vi-rút SARS-CoV-2 trên sản phẩm thủy, hải sản nhập khẩu khiến sản lượng xuất khẩu sụt giảm .

Hình 2: Doanh thu xuất khẩu Q4/21 tại các thị trường xuất khẩu chính (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Doanh thu xuất khẩu năm 2021 tại các thị trường xuất khẩu chính (Đơn vị: tỷ đồng)



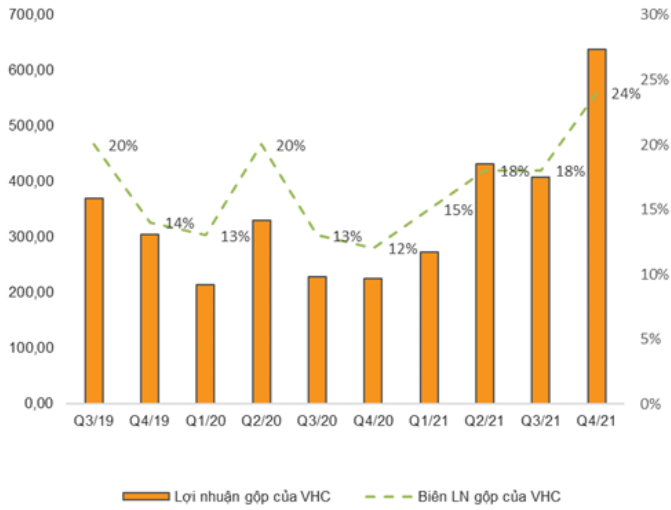
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Biên lợi nhuận gộp quý 4/2021 tăng đáng kể nhờ giá bán sản phẩm cá tra tăng cao

Biên LN gộp của VHC tăng từ 12,3% trong Q4/20 lên 23,7% trong Q4/21 nhờ 1) giá bán cá tra tăng mạnh (37,7% svck) trong Q4/21 và 2) hàng tồn kho giá thấp của VHC. Giá xuất khẩu tăng 37,7% svck trong quý 4/2021 do 1) nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường Mỹ và 2) thiếu hụt nguồn cung do diện tích nuôi bị thu hẹp trong Q3/21 và sản lượng thị trường vẫn chưa phục hồi hoàn toàn do tác động tiêu cực của các nhà xuất khẩu cá tra trong nước do Covid-19. Trong giai đoạn giãn cách vào quý 3/2021, nhiều nhà sản xuất cá tra gặp phải tình trạng thiếu lao động dẫn đến việc sản xuất và thu mua cá nguyên liệu từ nông dân bị trì hoãn. Với việc cá đến kỳ thu hoạch nhưng không được thu gom, người dân không kịp bắt đầu vụ cá mới khiến tổng diện tích nuôi bị thu hẹp trong quý 3/2021, khiến diện tích nuôi cá tra chỉ đạt 3.516 ha trong 9T21 (-25,7% svck). Diện tích nuôi sẽ cần khoảng 2-3 quý để phục hồi hoàn toàn, do đó tình trạng thiếu hụt nguồn cung dự kiến sẽ duy trì cho đến hết Q2/22.

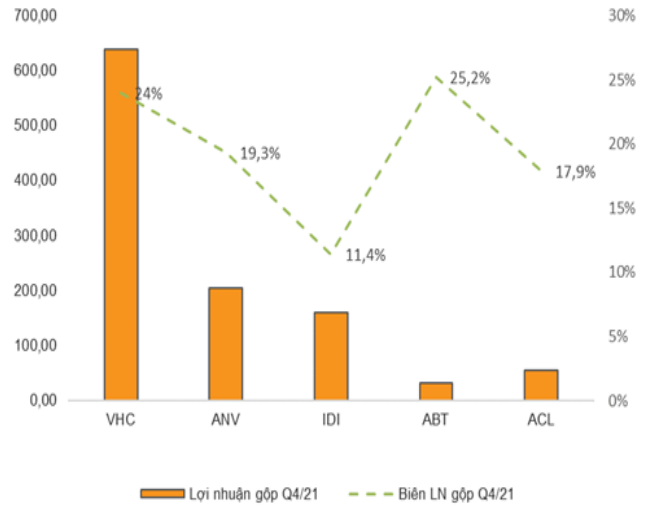
Biên LN gộp của VHC cao so với các công ty cùng ngành do công ty tận dụng nhu cầu ngày càng tăng của thị trường và tập trung vào thị trường Mỹ, nơi giá cá tra cao hơn nhiều so với các thị trường khác để tối đa hóa lợi nhuận. Trong khi đó, một số công ty khác biên LN gộp thấp hơn VHC khi thị trường chính của họ - Trung Quốc & Hongkong bị ảnh hưởng bởi Covid-19 và chưa phục hồi trong Q4/21.

Hình 4: Q4/21 ghi nhận mức biên LN gộp cao nhất kể từ Q3/19... (đơn vị: tỷ đồng)



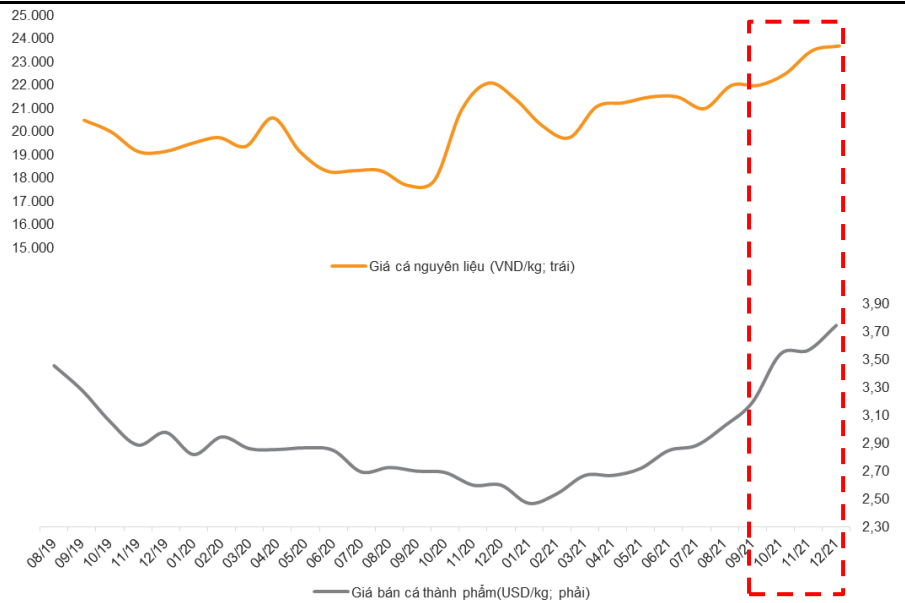
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIIN

Hình 5: ... và cao hơn các công ty cùng ngành (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIIN

Hình 6: Xu hướng giá cá tra nguyên liệu và cá tra thành phẩm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VASEP

Triển vọng năm 2022-23: Chúng tôi tự tin về triển vọng của VHC

Sản lượng xuất khẩu thị trường Trung Quốc và EU dự kiến sẽ hồi phục và doanh thu thị trường Mỹ có thể đạt mức tăng trưởng hai chữ số

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2022/23 của VHC sẽ tăng trưởng 25,8%/ 6,5% svck nhờ:

- *Doanh thu thị trường Trung Quốc tăng trưởng 37,5%/9,6% svck trong năm 2022/23.*

Theo Vasep, từ tháng 9/2021, nhiều nhà nhập khẩu Trung Quốc cho biết lượng cá tra dự trữ chuẩn bị cho kỳ nghỉ cuối năm và mùa hè năm 2022 đã xuống mức thấp nên họ cũng đang chờ Chính phủ nới lỏng các biện pháp hạn chế sản phẩm thủy sản nhập khẩu để tăng lượng mua. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam đã dần thích nghi với các quy định nghiêm ngặt về kiểm soát dịch bệnh của Covid-

19 từ thị trường Trung Quốc. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu của VHC sang Trung Quốc có thể dần phục hồi từ mức thấp của năm 2021.

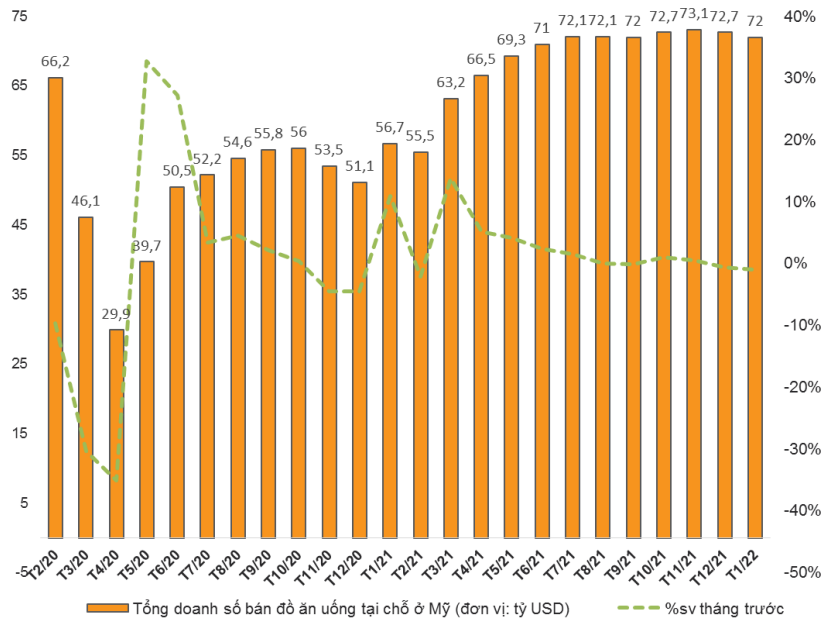
- *Doanh thu thị trường EU tăng trưởng 13,1/5,2% svck trong năm 2022/23.*

Chúng tôi cho rằng sản lượng và doanh thu xuất khẩu cá tra sang thị trường EU tiếp tục tăng nhờ 1) việc giảm thuế của hiệp định EVFTA và 2) người tiêu dùng EU đã cho thấy nhu cầu mạnh mẽ hơn sau đại dịch. Ngoài ra, trong năm 2022, các nhà máy của VHC đã hoạt động trở lại với công suất trước dịch nên VHC có thể sẽ quay trở lại phục vụ nhiều khách hàng hơn tại thị trường Châu Âu thay vì chỉ tập trung vào thị trường Mỹ trong như trong quý 4/2021.

- *Doanh thu thị trường Mỹ tăng trưởng 25,9%/5,0% svck trong năm 2022/23.*

Chúng tôi cho rằng vẫn còn nhiều dư địa để VHC đạt được mức tăng trưởng doanh thu hai chữ số tại thị trường này vì kênh HORECA (Khách sạn/Nhà hàng/Quán cà phê) đang trở lại mức trước đại dịch. Tại thị trường Mỹ, VHC có khoảng 60% doanh thu đến từ các nhà phân phối tại nhà hàng và khách sạn, 40% còn lại đến từ kênh bán lẻ.

Hình 7: Tổng doanh số bán đồ ăn uống tại chỗ ở Mỹ đang trở lại mức trước đại dịch (đơn vị: tỷ USD)



* Địa điểm ăn uống tại chỗ là thành phần chính của ngành dịch vụ ăn uống và nhà hàng ở Mỹ, trước khi bùng phát virus coronavirus đã tạo ra khoảng 75% tổng doanh số của nhà hàng và dịch vụ ăn uống.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Hiệp hội Nhà hàng Quốc gia Hoa Kỳ,

Giá bán cá tra dự kiến sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2022 do nguồn cung bị thắt chặt

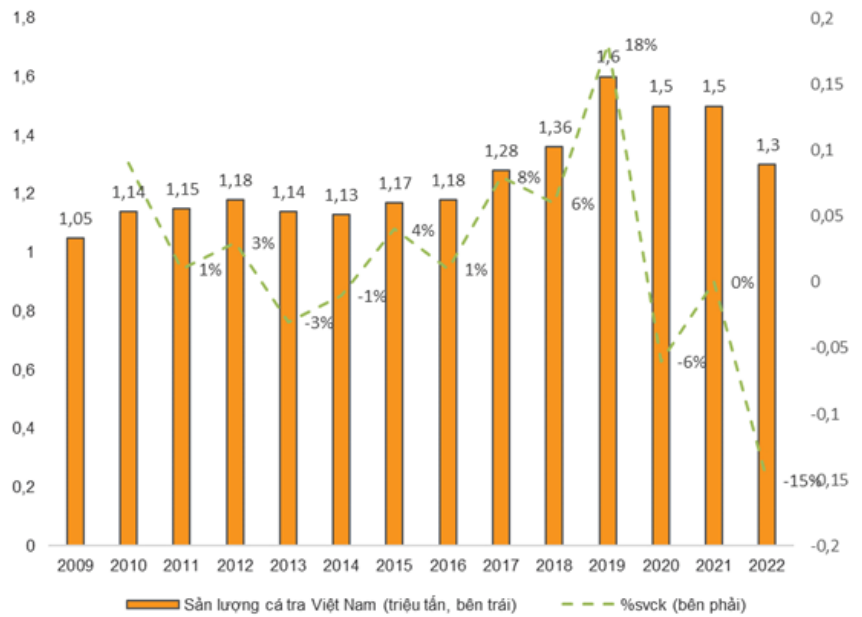
Theo Tổ chức Thị trường Thủy sản Toàn cầu (GSMC), sản lượng cá tra của Việt Nam, nhà sản xuất lớn nhất thế giới, có thể giảm trong năm 2022. GSMC dự đoán sản lượng năm nay của Việt Nam có thể giảm 0,2 triệu tấn (-15,0% svck) so với năm 2021 xuống còn 1,3 triệu tấn.

Trong khi đó, sản lượng của 4 nước còn lại trong nhóm 5 nước sản xuất cá tra hàng đầu thế giới dự kiến sẽ tăng vào năm 2022. Cụ thể, sản lượng của Ấn Độ/

Trung Quốc/Bangladesh/Indonesia có thể tăng 0,05 triệu tấn (+ 2,8% svck) . Do đó, sản lượng cá tra của Việt Nam sụt giảm trong năm 2022 có thể kéo sản lượng toàn cầu giảm 4,6% svck xuống 3,1 triệu tấn.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng cá tra giảm có thể đến từ các nhà sản xuất cá tra vừa và nhỏ, những doanh nghiệp phải phụ thuộc 100% cá nguyên liệu vào điều kiện thị trường. Trong khi đó, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu như VHC tự chủ được 70% nguồn cung cá nguyên liệu và có kế hoạch đối phó với nguồn cung cá nguyên liệu khan hiếm thậm chí sẽ được hưởng lợi từ sự thiếu hụt sản lượng này.

Hình 8: Sản lượng cá tra tại Việt Nam từ 2009-2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GAA, GFF

Chúng tôi kỳ vọng rằng nhu cầu đối với cá tra sẽ vẫn mạnh trong năm 2022, giữ cho giá bán bình quân ở mức cao. Giá bán bình quân của VHC dự kiến tăng 12,0% so với cùng kỳ lên 3,45 USD/kg trong năm 2022 trước khi giảm 6,5% svck xuống 3,2 USD/kg trong năm 2023, theo dự phóng của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của mảng sản phẩm cá tra sẽ giảm từ 22,9% trong năm 2021 xuống còn 19,1% trong năm 2022 và 16,9% trong năm 2023 do áp lực giảm giá bán kể từ 2H22 khi nguồn cung thị trường hồi phục.

Thay đổi dự phóng năm 2022/23

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LN ròng cho năm 2022/23 lên 5,5%/4,4% do:

- Chúng tôi tăng DT thuần lên 9,1%/2,5% trong năm 2022/23 so với báo cáo trước đó sau khi tăng giá bán cá tra lên 5,0%/4,4%.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 16,9%/4,3% dự phóng DT mảng C&G do nhu cầu sản phẩm bị ảnh hưởng nghiêm trọng hơn chúng tôi dự kiến trong năm 2021 và mảng này sẽ cần thêm thời gian để phục hồi về mức sản lượng mà chúng tôi đã ước tính trước đó.
- Chúng tôi tăng biên LN gộp lên 1,1 điểm %/1,6 điểm % điểm trong năm 2022/23 so với báo cáo trước do giá bán cao hơn so với dự phóng trước của chúng tôi.

- Chúng tôi điều chỉnh chi phí bán hàng & quản lý trong năm 2022/23 lên 27,7%/7,9% để phản ánh chi phí vận chuyển cao hơn dự kiến.

Hình 9: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2022-23

Đơn vị: tỷ đồng	2021			2022			2023		
	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi
Doanh thu thuần	9.054	10.438	11388	9,1%	11.836	12.127	2,5%		
Sản phẩm cá tra	5.960	6.443	6688	3,8%	6.958	6.881	-1,1%		Chúng tôi cho rằng nhu cầu cá tra sẽ tăng lên trong năm 2022 khi thị trường Trung Quốc dần nới lỏng các biện pháp nghiêm ngặt đối với sản phẩm thủy sản nhập khẩu trong khi thị trường Mỹ và EU sẽ tiếp tục tăng trưởng trong điều kiện thuận lợi. Giá bán cũng sẽ duy trì ở mức cao do nhu cầu của khách hàng cao trong năm 2022 và thắt chặt nguồn cung cho đến hết Q2/22.
Sản phẩm khác	2.105	2.715	3281	20,8%	3.116	3.457	11,0%		
C&G	642	1.198	995	-16,9%	1.404	1.343	-4,3%		Chúng tôi giảm 16,9% dự phóng doanh thu C&G trong năm 2022 do nhu cầu sản phẩm bị ảnh hưởng nghiêm trọng hơn chúng tôi dự kiến trong năm 2021 và mảng này sẽ cần thêm thời gian để phục hồi về mức sản lượng mà chúng tôi đã ước tính trước đó. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng doanh thu từ 2022-23 sẽ phục hồi đáng kể từ mức thấp của năm 2021.
Sa Giang	385	339	422	24,7%	362	444	22,5%		Chúng tôi điều chỉnh tăng giá bán dự báo và sản lượng tiêu thụ vì thị trường trong nước và quốc tế phục hồi nhanh hơn so với dự báo cuối cùng của chúng tôi.
LN gộp	1.752	1.909	2207	15,6%	2.048	2.298	12,2%		
Biên LN gộp	19,4%	18,3%	19,4%	+1,1 điểm%	17,3%	18,9%	+1,6 điểm%		
Sản phẩm cá tra	22,9%	18,0%	19,1%	+1,0 điểm%	14,8%	16,9%	+2,1 điểm%		Biên LN gộp tăng do giá bán cao hơn dự phóng trước của chúng tôi. Trong năm 2022, chúng tôi đã định rằng giá cá nguyên liệu sẽ tiếp tục cho đến hết 6T22, sau đó ổn định khi nguồn cung cá nguyên liệu trở lại bình thường. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của mảng sản phẩm cá tra sẽ giảm từ 22,9% trong 2021 xuống 19,1% trong năm 2022 và 16,9% trong năm 2023.
Sản phẩm khác	7,2%	11,1%	10,8%	-0,3 điểm%	10,8%	11,0%	-0,2 điểm%		
C&G	40,0%	41,0%	48,4%	+7,4 điểm%	45,0%	48,4%	+3,4 điểm%		
Sa Giang	22,0%	19,3%	21,6%	+2,3 điểm%	20,0%	21,6%	+1,6 điểm%		
Chi phí quản lý và bán hàng	556	538	687	27,7%	604	652	7,9%		
Chi phí quản lý và bán hàng/DT	6,1%	5,2%	6,0%	+0,8 điểm%	5,1%	5,4%	0,3 điểm%		Chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí bán hàng & quản lý do chi phí vận chuyển vẫn ở mức cao vào đầu năm 2022.
LN từ HĐ SXKD	1.290	1.371	1.550	13,1%	1.444	1.645	13,9%		
LN trước thuế	1.288	1.481	1.601	8,1%	1.576	1.683	6,8%		
LN ròng	1.101	1.330	1.403	5,5%	1.419	1.482	4,4%		
EPS	6.052	7.109	7.650	7,6%	7.583	8.081	6,6%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 80.600 đồng/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 80.600 đồng do 1) chúng tôi chuyển định giá DCF lên 2022 và (2) chúng tôi điều chỉnh tăng EPS năm 2022/23 lên 7,6%/6,6%. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau của định giá DCF 5 năm và định giá P/E trung bình năm 2022/23.

Giá cổ phiếu tiêu biểu trong ngành thủy sản như VHC (+24,8%) đã tăng cao hơn chỉ số VNINDEX (+4,5%) kể từ ngày 22/01/2022 nhờ kết quả kinh doanh quý 4/2021 khởi sắc và giá trị xuất khẩu thủy sản tăng trưởng ấn tượng của Việt Nam (+ 43,3% svck) trong tháng 1/2022. Chúng tôi tin rằng giá thị trường của phiếu đã gần với giá trị hợp lý. Do đó, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Trung lập.

Tiềm năng tăng giá là giá bán cá tra và nhu cầu cao 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, tác động COVID-19 kéo dài, giá cước vận tải biển và giá cá nguyên liệu cao hơn dự kiến.

Hình 10: Giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý (đồng/cp)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	80.297	50%	40.148
P/E (P/E mục tiêu 10,5)	80.939	50%	40.470
Giá hợp lý			80.618
Giá mục tiêu (làm tròn)			80.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Mô hình DCF

Mô hình DCF	2022	2023	2024	2025	2026	Năm cuối
EBIT	1.636	1.742	1.778	1.815	1.923	
-Thuế	202	208	204	201	204	
EBIAT	1.433	1.534	1.574	1.614	1.719	
-Thay đổi vốn lưu động	-513	-33	-269	-226	-209	
-Net Capex	-712	-701	-690	-679	-669	
+Chi phí khấu hao	318	334	369	438	505	
FCFF	527	1.134	984	1.147	1.346	17.574
Giá trị hiện tại của FCFF	527	1.021	797	837	884	10.390
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do 5 năm	4.066					Lãi suất phi rủi ro 3,0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối	10.390					Phản bù rủi ro vốn cổ phần 9,0%
Giá trị doanh nghiệp	14.455					Beta 1,1
Trừ: Tổng nợ	(1.879)					WACC 11,1%
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-					Tăng trưởng dài hạn 3,0%
Cộng: Tiền và tương đương tiền	2.033					
Giá trị hợp lý	14.610					
SLCP lưu hành	181.946.026					
Giá trị mỗi cổ phiếu	80.297					

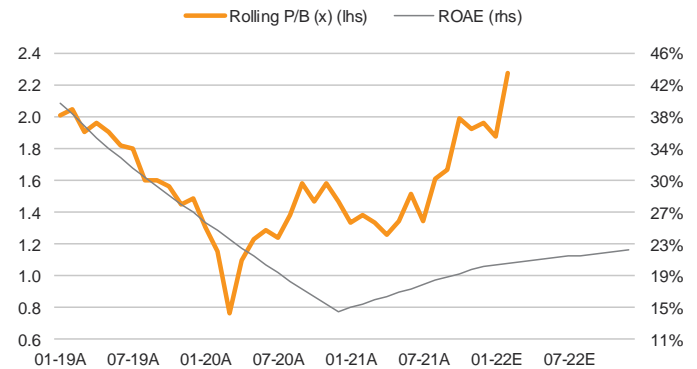
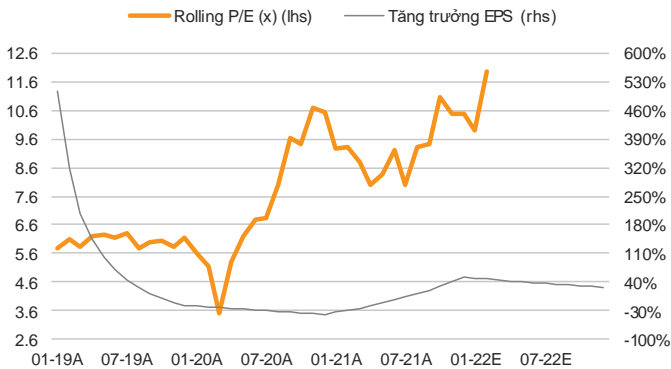
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 22/02/2022)

Tên công ty	Mã BB	Giá thị trường(VND)	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu đô)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)		D/E(%)
					TTM	2022	Hiện tại	2022	TTM	2022	TTM	2022	
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC VN	75.000	TRUNG LẬP	598,2	12,4	10,3	2,4	1,31	20,12	21,25	13,8	14,23	32,2
CTCP Nam Việt	ANV VN	34.500	N/A	192,3	34,3	11,1	1,9	1,93	5,5	N/A	2,6	N/A	78,9
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	ABT VN	39.000	N/A	19,6	13,3	N/A	1,0	N/A	8,0	N/A	5,9	N/A	28,9
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL VN	19.700	N/A	43,3	13,0	N/A	1,4	N/A	6,0	N/A	2,7	N/A	81,6
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI VN	15.400	N/A	153,7	25,7	N/A	1,2	N/A	4,6	N/A	1,8	N/A	126,4
Trung bình				201,4	19,7		1,6		8,8		5,4		69,6

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVNĐ)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	9.054	11.388	12.127
Giá vốn hàng bán	(7.302)	(9.181)	(9.829)
Chi phí quản lý DN	(212)	(267)	(276)
Chi phí bán hàng	(344)	(390)	(376)
LN hoạt động thuần	1.196	1.550	1.645
EBITDA thuần	1.482	1.884	1.980
Chi phí khấu hao	(285)	(334)	(334)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.196	1.550	1.645
Thu nhập lãi	201	172	166
Chi phí tài chính	(107)	(104)	(110)
Thu nhập ròng khác	(2)	(18)	(19)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.288	1.601	1.683
Thuế	(178)	(198)	(201)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(9)	0	0
LN ròng	1.101	1.403	1.482
Thu nhập trên vốn	1.101	1.403	1.482
Cổ tức phổ thông	(359)	(367)	(381)
LN giữ lại	743	1.036	1.101

Bảng cân đối kế toán

(tỷVNĐ)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	195	699	1.633
Đầu tư ngắn hạn	1.272	1.333	1.365
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.134	2.649	2.609
Hàng tồn kho	1.790	1.978	2.112
Các tài sản ngắn hạn khác	150	126	135
Tổng tài sản ngắn hạn	5.542	6.785	7.853
Tài sản cố định	2.070	2.450	2.818
Tổng đầu tư	16	6	6
Tài sản dài hạn khác	1.107	1.127	1.194
Tổng tài sản	8.734	10.369	11.871
Vay & nợ ngắn hạn	1.723	1.757	1.498
Phải trả người bán	337	419	446
Nợ ngắn hạn khác	607	689	732
Tổng nợ ngắn hạn	2.667	2.865	2.677
Vay & nợ dài hạn	168	134	101
Các khoản phải trả khác	17	417	1.009
Vốn điều lệ và	1.834	1.905	1.905
LN giữ lại	3.833	4.844	5.945
Vốn chủ sở hữu	5.882	6.952	8.085
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.734	10.369	11.871

Báo cáo LCTT

(tỷVNĐ)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	1.288	1.601	1.683
Khấu hao	285	334	334
Thuế đã nộp	(204)	(198)	(201)
Các khoản điều chỉnh khác	(118)	(180)	(105)
Thay đổi VLĐ	(469)	(575)	(85)
LC tiền thuần HKKD	783	982	1.627
Đầu tư TSCĐ	(606)	(713)	(702)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	1
Các khoản khác	(251)	634	681
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	(0)
LC tiền từ HĐĐT	(856)	(77)	(20)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	63	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	424	(34)	(292)
Đồng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(359)	(367)	(381)
LC tiền thuần HĐTC	128	(400)	(673)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	141	195	699
LC tiền thuần trong năm	54	504	934
Tiền & tương đương tiền cuối kì	195	699	1.633

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	12,2%	12,3%	12,2%
Vòng quay TS	1,13	1,19	1,09
ROAA	13,7%	14,7%	13,3%
Đòn bẩy tài chính	1,45	1,49	1,48
ROAE	19,9%	21,9%	19,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	77,7	75,2	68,7
Số ngày nắm giữ HTK	89,5	78,6	78,4
Số ngày phải trả tiền bán	16,8	16,7	16,6
Vòng quay TSCĐ	4,67	5,04	4,60
ROIC	14,2%	15,9%	15,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,4	2,9
Khả năng thanh toán nhanh	1,4	1,7	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,7	1,1
Vòng quay tiền	150,4	137,1	130,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	28,7%	25,8%	6,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	75,2%	29,5%	6,2%
Tăng trưởng LN ròng	53,2%	27,4%	5,6%
Tăng trưởng EPS	53,2%	27,4%	5,6%

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

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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