

CTCP VĨNH HOÀN (VHC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND90.500	VND105.600	2,3%	KHẢ QUAN	Hàng tiêu dùng

Ngày 23/05/2022

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

Consensus*: Mua:8 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 15,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Điều chỉnh EPS 2022/23 tăng 39,7%/26,5%.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	106.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	37.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	125.777
Thị giá vốn (tỷ VND)	16.211
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	10,9
P/B hiện tại (x)	2,6

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

www.vndirect.com.vn

Định giá đã về vùng hấp dẫn hơn

- Doanh thu (DT) thuần/lợi nhuận (LN) ròng Q1/22 của VHC tăng 82,7%/318,3% svck, hoàn thành 29%/39% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng DT/LN ròng năm 2022 sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 52,8%/77,9% svck, nhờ nhu cầu xuất khẩu tăng mạnh và biên LN gộp tăng.
- Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu là 105.600 đồng/cp sau khi điều chỉnh EPS 2022/23 tăng 39,7%/26,5%.

Kết quả kinh doanh Q1/22 ấn tượng nhờ nhu cầu và giá cá tăng cao

DT thuần Q1/22 của VHC tăng 82,7% so với cùng kỳ (svck) lên 3.267 tỷ đồng nhờ sản lượng xuất khẩu cá tra 19% svck và giá bán cá trung bình tăng 51% svck, theo ước tính của chúng tôi. Thị trường Mỹ vẫn là động lực tăng trưởng DT chính với mức tăng 127% svck trong khi doanh thu thị trường Trung Quốc và EU cũng tăng tương ứng 32,5%/46,4% svck. Biên LN gộp Q1/22 tăng 8,5 điểm % svck lên 23,8% nhờ 1) giá bán bình quân tăng 51% svck do nhu cầu mạnh mẽ từ tất cả các thị trường và chi phí sản xuất tăng mạnh trên toàn cầu, 2) tồn kho cá nguyên liệu giá rẻ. Vì vậy, LN ròng Q1/22 tăng 318% svck lên 548 tỷ đồng, cao hơn mức 171% svck trong quý 4/21.

Chúng tôi tin rằng VHC sẽ tiếp tục tỏa sáng trong năm 2022

Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ ghi nhận sản lượng xuất khẩu tăng mạnh 22,0% svck do 1) nhu cầu tăng mạnh khi dịch vụ ăn uống tiếp tục phục hồi và hàng tồn kho ở mức thấp sau đại dịch, 2) kỳ vọng sẽ không xảy ra gián đoạn sản xuất như Q3/21, và 3) cá tra Việt Nam có thể được hưởng lợi từ sự thiếu hụt nguồn cung cá thịt trắng từ các nhà cung cấp từ Nga trong bối cảnh xung đột hiện tại. Với tình hình thuận lợi cùng với mức nền thấp trong 6T21, chúng tôi kỳ vọng giá bán cá tra trung bình sẽ tăng 30,4% svck. Mảng C&G sẽ phục hồi từ mức thấp năm 2021 sau khi ghi nhận doanh thu tăng 40% svck trong Q1/22 nhờ sự phục hồi của nhu cầu chăm sóc sức khỏe và sắc đẹp toàn cầu.

Thay đổi dự phóng kết quả kinh doanh 2022-23

Chúng tôi tăng doanh thu mảng cá tra năm 2022/23 lên 21,5%/18,5% và doanh thu các sản phẩm khác lên 24,9%/15,8% do nhu cầu và giá bán bình quân phục hồi mạnh hơn dự kiến tại các thị trường xuất khẩu. Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng doanh thu mảng C&G năm 2022/23 ở 55%/35% svck. Chúng tôi kỳ vọng DT/LN ròng 2022 sẽ tăng tương ứng 52,8%/77,9% svck, sau đó giảm tốc ở mức +3,9%/-4,3% svck trong năm 2023.

Nâng khuyến nghị từ Trung lập lên Khả quan với giá mục tiêu 105.600đ/cp

Chúng tôi cho rằng sự điều chỉnh của thị trường gần đây đã đưa cổ phiếu VHC trở lại vùng mua. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu là 105.600 đồng/cp sau khi tăng EPS 2022/23 lên 39,7%/26,5%. Tiềm năng tăng giá là giá bán cao hơn và nhu cầu mạnh hơn dự kiến ở các thị trường mục tiêu. Rủi ro giảm 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	13.834	14.372
Tăng trưởng DT thuần	(10,5%)	28,7%	52,8%	3,9%
Biên lợi nhuận gộp	14,2%	19,4%	21,2%	19,2%
Biên EBITDA	14,6%	17,8%	19,7%	18,4%
LN ròng (tỷ)	719	1.101	1.959	1.874
Tăng trưởng LN ròng	(39,0%)	53,2%	77,9%	(4,3%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	(40,2%)	56,4%	77,8%	(4,3%)
EPS cơ bản	3.920	6.005	10.683	10.220
EPS điều chỉnh	3.702	5.896	10.469	10.016
BVPS	28.146	32.076	41.987	50.399
ROAE	14,3%	19,9%	28,8%	22,1% ¹

Source: VND RESEARCH

ĐỊNH GIÁ ĐÃ VỀ VÙNG HẤP DẪN HƠN

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưu thích VHC vì:

- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng ngành xuất khẩu cá tra sẽ có triển vọng tươi sáng và ghi nhận kết quả ấn tượng cả về sản lượng xuất khẩu và giá bán bình quân nhờ 1) nhu cầu của sản phẩm cá tra tăng mạnh khi dịch vụ ăn uống tiếp tục phục hồi và hàng tồn kho tại các thị trường xuất khẩu ở mức ở mức thấp sau đại dịch, 2) sẽ không có gián đoạn sản xuất do giãn cách xã hội như trong Q3/21, và 3) cá tra Việt Nam có thể được hưởng lợi từ do xung đột giữa Nga và Ukraine.
- Là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ ghi nhận mức tăng trưởng LN ròng mạnh mẽ 77,9% svck trong năm 2022 nhờ 1) sản lượng xuất khẩu tăng 22,0% svck và giá bán cá tra tăng 30,4% svck trong bối cảnh thuận lợi của toàn ngành. Bất chấp giá cá nguyên liệu tăng cao trong năm 2022 do nguồn cung thiếu hụt, VHC không bị ảnh hưởng nhiều và vẫn tiếp tục hưởng lợi từ việc giá bán bình quân tăng và duy trì biên LN gộp cao ở mức 23,8% nhờ tỷ lệ tự chủ khoảng 70% nguyên liệu và tồn kho chi phí thấp.
- Tính đến cuối Q1/22, VHC vẫn là là công ty duy nhất có thể sản xuất các sản phẩm Collagen và Gelatine (C&G) từ da cá tra với biên LN gộp cao từ 40-60%. Chúng tôi kỳ vọng mảng C&G sẽ phục hồi mạnh mẽ từ mức thấp năm 2021 sau khi ghi nhận mức tăng 40% svck trong Q1/22 nhờ sự phục hồi của nhu cầu chăm sóc sức khỏe và làm đẹp toàn cầu.
- Theo quan điểm của chúng tôi, VHC đã giảm 19,7% so với mức đỉnh vào ngày 22/5/2022 trong giai đoạn điều chỉnh gần đây của thị trường, định giá cổ phiếu trở nên hấp dẫn hơn. Hiện tại, VHC được giao dịch ở mức PE trượt khoảng 10,9 lần, tương đối thấp so với các công ty cùng ngành.

Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị từ Trung lập lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 105.600 đồng/cp sau khi tăng EPS năm 2022/23 lên 39,7%/26,5%. Tiềm năng tăng là giá bán bình quân cao hơn 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, tác động COVID-19 kéo dài và giá cá nguyên liệu cùng chi phí vận chuyển cao hơn dự kiến.

Hình 1: Giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý (đồng/cp)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	104.254	50%	52.127
P/E (P/E mục tiêu 10,5)	107.031	50%	53.516
Giá hợp lý			105.643
Giá mục tiêu (làm tròn)			105.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Mô hình DCF

Mô hình DCF	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Năm cuối
EBIT	2.270	2.131	2.099	2.354	2.635	2.983	2.831	2.646	2.795	3.039	2.666	
-Thuế	240	220	211	231	251	277	255	232	238	251	213	
EBIAT	2.030	1.911	1.888	2.124	2.384	2.706	2.575	2.414	2.557	2.789	2.453	
-Thay đổi vốn lưu động	-811	-534	-142	-321	-402	-360	-288	-257	-179	-91	-77	
-Net Capex	-1.573	-1.012	-611	-609	-607	-605	-603	-601	-599	-597	-596	
+Chi phí khấu hao	444	520	550	611	672	637	657	717	777	807	460	
FCFF	90	885	1.686	1.806	2.047	2.377	2.341	2.273	2.556	2.907	2.240	22.982
Giá trị hiện tại của FCFF	90	798	1.369	1.321	1.349	1.411	1.252	1.095	1.110	1.137	789	8.100
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do 10 năm	11.722											Lãi suất phi rủi ro 3,0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối	8.100											Phần bù rủi ro vốn cổ phần 11,0%
Giá trị doanh nghiệp	19.821											Beta 0,90
Trừ: Tổng nợ	(2.117)											WACC 11,2%
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-											Tăng trưởng dài hạn 3,0%
Cộng: Tiền và tương đương tiền	1.413											
Giá trị hợp lý	19.118											
SLCP lưu hành sau khi bán cp quỹ (triệu cổ phiếu)	183											
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	104.254											

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 23/05/2022)

Công ty	Mã CK	Giá	Giá mục	Khuyến	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)		D/E (%)
		hiện tại	tiêu			ngợi	TR.USD	TTM	2022	Hiện tại	2022	TTM	2022	TTM
Doanh nghiệp xuất khẩu cá tra														
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC VN	90.500	105.600	Khả quan	710,8	10,9	8,4	2,6	2,3	26,1	28,2	17,3	17,9	32,1
CTCP Nam Việt	ANV VN	42.400	N/A	N/A	232,7	19,9	NA	2,1	NA	11,0	NA	5,5	NA	78,9
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	ABT VN	42.400	N/A	N/A	21,0	19,7	NA	1,1	NA	5,9	NA	4,4	NA	29,7
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL VN	23.500	N/A	N/A	50,9	12,6	NA	1,5	NA	12,7	NA	6,0	NA	84,4
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI VN	20.750	N/A	N/A	203,9	14,9	NA	1,5	NA	10,4	NA	4,1	NA	125,4
Trung bình					237,5	19,3		1,8		12,1		6,9		70,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Lợi nhuận Q1/22 cao hơn kỳ vọng
Hình 4: Kết quả kinh doanh Q1/22

KQKD Q1/22 (đơn vị: tỷ đồng)	Q1/22	Q1/21	% svck	So với dự phóng 2022	Giải thích
Cá tra phi lê					
Giá bán bình quân (USD/kg)	3,87	2,56	51,2%	113,2%	Trong Q1/22, giá bán cá tra bình quân tiếp tục tăng mạnh do nhu cầu mạnh mẽ từ tất cả các thị trường và tình trạng khan hiếm cá nguyên liệu. Giá bán bình quân dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong 6T22 trước khi giảm nhẹ vào nửa cuối năm 2022 khi các vụ cá trong Q4/21 sẽ được thu hoạch, giải quyết tình trạng thiếu cá nguyên liệu hiện nay
Doanh thu thuần	3.267	1.788	82,7%	29%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
<i>Cá tra phi-lê</i>	2.145	1.195	79,5%	31,8%	
<i>Các sản phẩm khác</i>	775	355	118,3%	27,7%	
<i>Collagen và Gelatin</i>	219	156	40,4%	24%	
<i>Sa Giang</i>	124	82	51,2%	29%	
LN gộp	778	273	185,0%	35%	Biên LN gộp Q1/22 tăng 8,5 điểm % svck lên 23,8% nhờ giá bán bình quân cao và tồn kho cá nguyên liệu chi phí thấp. Hơn nữa, với khả năng tự chủ 70% cá nguyên liệu đầu vào, VHC có thể giảm thiểu tác động tiêu cực từ việc giá cá nguyên liệu tăng đột biến.
Biên LN gộp	23,8%	15,3%	8,5 điểm %		
Chi phí quản lý và bán hàng	143,0	140	2,1%	22%	Chi phí quản lý và bán hàng trong Q1/22 của VHC tăng nhẹ 2,1% so với cùng kỳ do 1) mức nền cao của chi phí bán hàng & quản lý trong Q1/21 khi xây ra gián đoạn chuỗi cung ứng và 2) VHC không phải chia sẻ chi phí vận chuyển với khách hàng trong bối cảnh nhu cầu cao như hiện nay
Chi phí quản lý và bán hàng/DTT	4,4%	7,8%	3,4 điểm %		
LN trước thuế	663	152	336,2%	41,4%	Cao hơn dự phóng của chúng tôi
LN ròng	548	131	318,3%	39,1%	Cao hơn dự phóng của chúng tôi

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

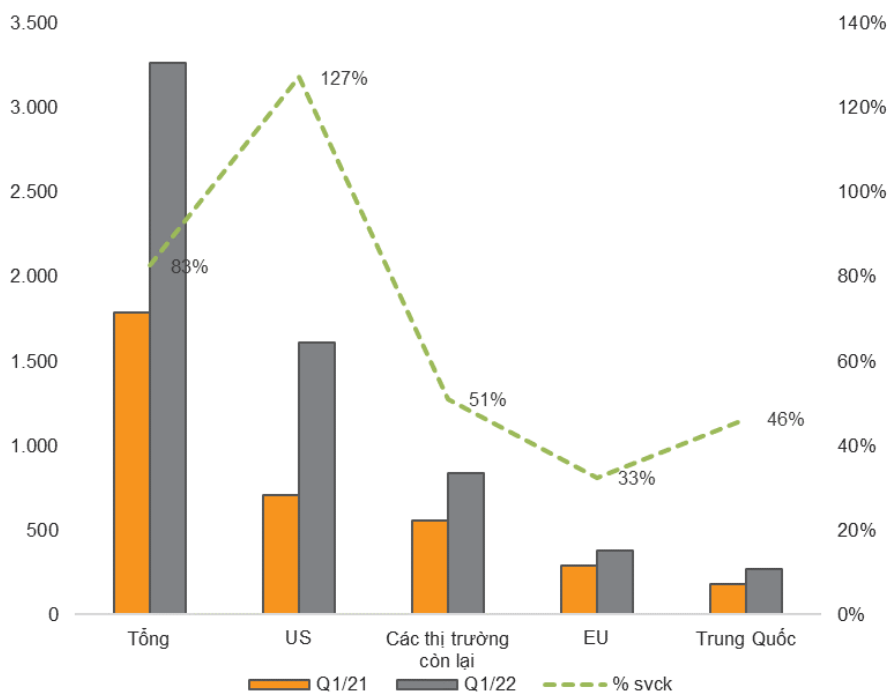
Kết quả kinh doanh Q1/22 ấn tượng nhờ giá bán và nhu cầu tăng cao

Trong Q1/22, ngành cá tra tiếp tục phục hồi mạnh mẽ. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, tính đến hết Q1/22, xuất khẩu cá tra Việt Nam tăng trưởng mạnh 88% svck đạt 646 triệu USD nhờ: (1) Sản lượng xuất khẩu tăng 46% svck do nhu cầu gia tăng đối với cá tra tại các thị trường chính bao gồm: Mỹ, Trung Quốc, EU và 2) giá bán bình quân tăng 29% svck do nhu cầu mạnh mẽ từ các thị trường xuất khẩu, theo ước tính của chúng tôi. Là công ty dẫn đầu ngành, VHC cũng ghi nhận kết quả khả quan về cả doanh thu và lợi nhuận.

Doanh thu Q1/22 của VHC tăng 82,7% svck với:

- Doanh thu của VHC sang thị trường Mỹ tăng mạnh 127% svck, đạt 1.610 tỷ đồng nhờ nhu cầu phục hồi và lượng hàng tồn kho thấp khi nguồn cung toàn thị trường chưa phục hồi hoàn toàn do tác động tiêu cực từ Covid-19 khiến người mua từ thị trường này tăng lượng nhập khẩu để bổ sung. Với khả năng tự cung ứng 70% nguyên liệu đầu vào và lượng hàng tồn kho giá rẻ lớn, VHC đã tránh được tình trạng khan hiếm cá nguyên liệu.
- Thị trường EU tiếp tục phục hồi khi doanh thu quý Q1/22 ghi nhận mức tăng trưởng mạnh 33% svck lên 383 tỷ đồng.
- Doanh thu thị trường Trung Quốc trong Q1/22 tăng trưởng mạnh mẽ 46% svck đạt 419 tỷ đồng do mức nền thấp khi Trung Quốc siết chặt kiểm tra truy tìm vi rút SARS-CoV-2 đối với sản phẩm thủy, hải sản nhập khẩu, khiến sản lượng xuất khẩu sụt giảm giai đoạn này.

Hình 5: Doanh thu Q1/22 của VHC theo thị trường xuất khẩu (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Biên lợi nhuận gộp tăng bất chấp giá cá nguyên liệu tăng cao

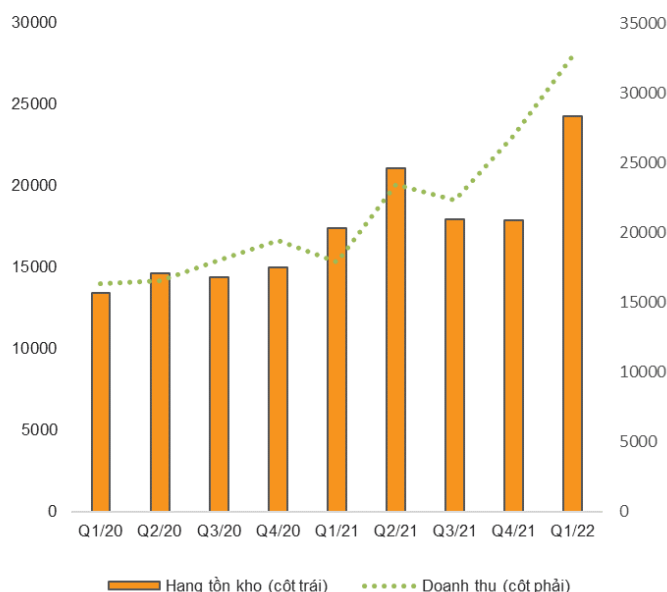
Biên LN gộp của VHC tăng lên 23,8% trong Q1/22 từ mức 15,3% trong Q1/21 nhờ 1) giá bán cá tra bình quân tăng đột biến (51% svck, theo ước tính của chúng tôi) trong Q1/22 và 2) hàng tồn kho giá thấp của VHC.

Giá bán cá tra bình quân ước tính tăng 51,2% svck lên khoảng 3,87 USD/kg trong Q1/22 do 1) nhu cầu mạnh mẽ từ tất cả các thị trường, 2) thức ăn thủy sản, giá dầu và chi phí vận chuyển tăng khiến giá cả trên toàn cầu tăng đột biến.

Theo Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP), diện tích nuôi bị thu hẹp trong Q3/21 khiến giá cá nguyên liệu trên thị trường tăng vọt, đạt 32.500 đồng/kg trong Q1/22. Như vậy, so với cùng kỳ năm ngoái, giá cá tra nguyên liệu trong quý Q1/22 đã tăng 8.000 - 10.000 đồng/kg và tăng khoảng 20% so với đầu năm. Là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới với tỷ lệ tự chủ khoảng 70% lượng cá nguyên liệu đầu vào và mức tồn kho chi phí thấp, VHC đã được hưởng lợi du nguồn cung đang thiếu hụt trên thị trường.

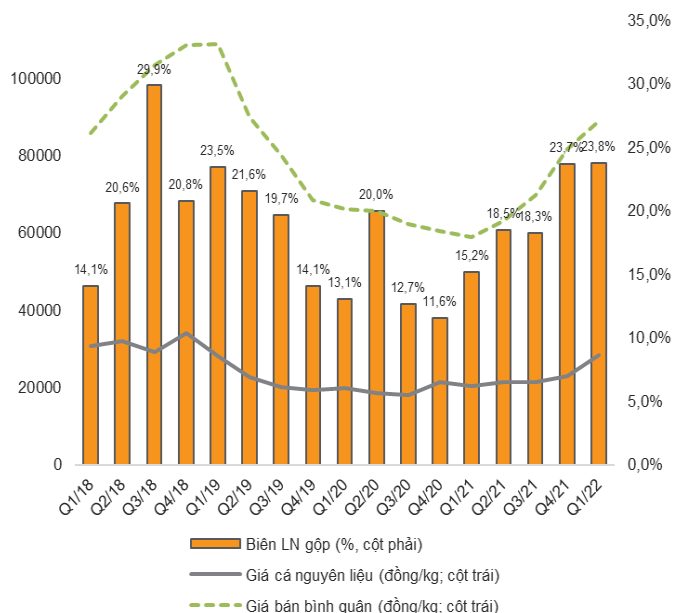
Trong Q1/22, doanh thu mảng C&G với GM cao (khoảng 40-60%, theo VHC chia sẻ) cũng tăng trưởng mạnh 40% svck đạt 192 tỷ đồng. Điều này làm cho biên LN gộp của VHC tăng 0,1 điểm % so với Q4/21 mặc dù giá cá nguyên liệu trên thị trường tăng mạnh.

Hình 6: VHC duy trì mức hàng tồn kho cao (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Q1/22 ghi nhận mức LN gộp cao bất chấp giá cá nguyên liệu tăng cao



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2022-23: Chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ tiếp tục thăng hoa

Tất cả các thị trường xuất khẩu đều có thể ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng trong năm 2022

Chúng tôi kỳ vọng DT năm 2022/23 của VHC sẽ tăng +52,8%/-4,3% svck nhờ:

- Doanh thu xuất khẩu thị trường Trung Quốc tăng trưởng 76,1%/11,3% svck trong 2022/23

Tại thị trường Trung Quốc, giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường này đã tăng trở lại sau thời gian khó khăn do chính sách Zero COVID. 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. Tính đến hết T3/22, tổng giá trị xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc tăng 163% so với cùng kỳ lên 183,4 triệu USD, cho thấy dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ của thị trường Trung Quốc trong năm 2022/23. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu của VHC sang Trung Quốc có thể tăng 76,1%/11,3% svck trong năm 2022/23 từ mức thấp trong năm 2021 sau khi các rào cản thương mại với Trung Quốc được giải quyết sau đại dịch.

- Doanh thu thị trường EU tăng trưởng 17,2%/- 0,7% svck trong năm 2022/23

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu cá tra sang thị trường EU sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ 1) thuế suất giảm nhờ hiệp định EVFTA, và 2) nhu cầu mạnh mẽ của EU sau đại dịch và 3) ngành cá tra Việt Nam nói chung và VHC nói riêng, có thể được hưởng lợi từ thiếu hụt nguồn cung cá thịt trắng do Nga để lại do xung đột giữa Nga và Ukraine. Theo VASEP, lần đầu tiên sau nhiều năm sụt giảm, xuất khẩu cá tra sang EU trong quý Q1/22 tăng 86,2% so với cùng kỳ với giá trị xuất khẩu đạt 46,7 triệu USD; trong đó, tất cả các thị trường chính đều có mức tăng trưởng so với cùng kỳ cao, cụ thể như Tây Ban Nha tăng 67%, Hà Lan tăng 86%; Đức tăng 97%; Bỉ tăng 120%. Chúng tôi kỳ vọng VHC có thể tận

dụng các điều kiện thuận lợi để thúc đẩy doanh thu xuất khẩu tại thị trường này.

- *Doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ tăng trưởng 56,7%/-5,5% trong năm 2022/23*

Chúng tôi cho rằng vẫn còn nhiều khả năng để VHC phát triển trên thị trường Mỹ 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. Doanh thu tăng vọt 127% svck trong quý Q1/22 đã chứng tỏ nhu cầu từ khách hàng cùng với lượng hàng tồn kho thấp trên thị trường này vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2022.

Sau khi kết quả cuối cùng về mức thuế chống bán phá giá POR17 được công bố, VHC vẫn duy trì mức thuế chống bán phá giá ở mức 0%, đây được coi là lợi thế rất lớn so với nhiều đối thủ trong ngành. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự xuất hiện của đối thủ mới - Navico (ANV VN, HOSE), công ty cũng sẽ được hưởng thuế chống bán phá giá 0% tại thị trường Mỹ, sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu của VHC trong năm 2023

Tích cực đầu tư trong năm 2022

Chia sẻ trong ĐHCĐ năm 2022 về kế hoạch đầu tư, công ty dự kiến đầu tư 1.530 tỷ đồng, chủ yếu được tài trợ từ lợi nhuận chưa phân phối và khoản tiền bán 1,4 triệu cổ phiếu quỹ vào năm 2022, trong đó:

- 100 tỷ đồng xây dựng nhà máy sản xuất thức ăn thủy sản;
- 350 tỷ đồng để xây dựng xưởng chế biến bột cá-mỡ cá và cải tạo nhà máy tại Công ty Thanh Bình;
- 150 tỷ đồng đầu tư vào dây chuyền sản xuất Collagen, phục vụ hoạt động R&D và cải tạo nhà máy tại Công ty Collagen Vĩnh Hoàn;
- 500 tỷ đồng đầu tư vào nhà máy chế biến trái cây Thành Ngọc;
- 280 tỷ đồng để mở rộng diện tích nuôi 100-150ha nhằm duy trì tỷ lệ tự chủ cá nguyên liệu là 70%;
- 150 tỷ đồng đầu tư cải tạo các nhà máy Vĩnh Phước, Vĩnh Hoàn và Sa Giang.

Kế hoạch đầu tư này cho thấy VHC đang tích cực mở rộng ngành nghề kinh doanh, tiết kiệm chi phí đầu vào để duy trì mức biên LN gộp cao. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy thức ăn thủy sản dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2022 và kế hoạch mở rộng diện tích nuôi vào năm 2022 sẽ giúp biên LN gộp sản phẩm cá tra của VHC đạt mức 18,9%/14,7% khi giá bán bình quân trong có thể giảm mạnh 10%/12% svck trong năm 2022/23. Chúng tôi kỳ vọng việc đầu tư vào dây chuyền sản xuất Collagen sẽ hỗ trợ sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng C&G với tốc độ tăng trưởng kép 2022-24 là 32,5%. Nếu kế hoạch đầu tư này hoàn thành vào cuối năm 2022, cơ sở vật chất mới của công ty có thể là một trong những động lực tăng trưởng cho mục tiêu tăng lợi nhuận gấp đôi trong giai đoạn 2021-25 của ban lãnh đạo.

Thay đổi dự phóng 2022-23

Chúng tôi điều chỉnh tăng 39,6%/26,5% dự phóng LN ròng năm 2022/23 do:

- Chúng tôi tăng DT 2022/23 21,5%/18,5 so với báo cáo trước đó sau khi điều chỉnh giá bán cá tra 15%/- 6% và điều chỉnh tăng sản lượng xuất khẩu lên 8%/12%.

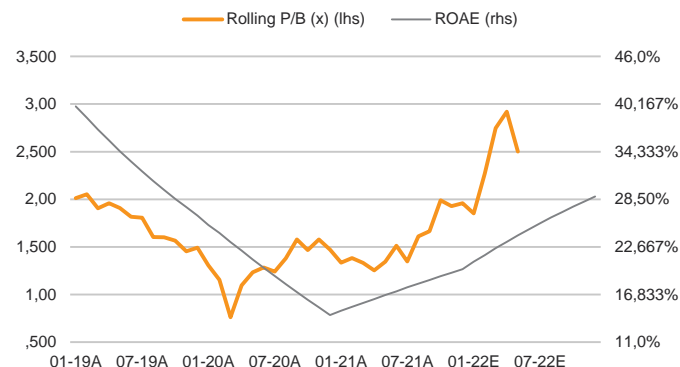
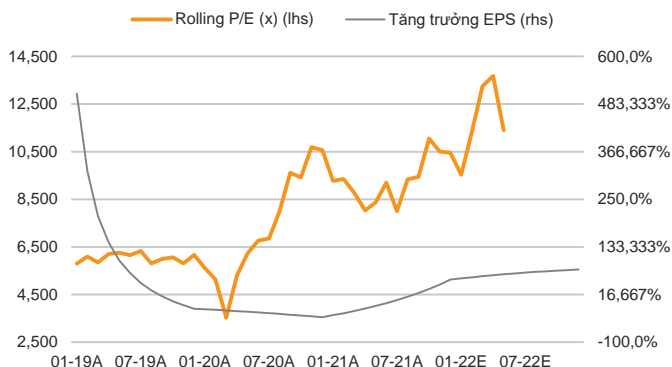
- Chúng tôi tăng biên LN gộp lên 1,8 điểm %/0,2 điểm % trong năm 2022/23 so với báo cáo trước đó do giá bán bình quân cao hơn dự kiến do nhu cầu mạnh hơn dự kiến và giá thực phẩm nói chung tăng cao trên quy mô toàn cầu do căng thẳng địa chính trị. Mặc dù giá cá nguyên liệu cũng tăng cao nhưng chúng tôi cho rằng VHC vẫn có thể kiểm soát tốt giá nguyên liệu để duy trì biên LN gộp cao trong năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2023, giá bán bình quân sẽ giảm 10% svck do giá cá nguyên liệu giảm 12% svck, và biên LN gộp sẽ giảm còn 18,9% từ 22,6% trong năm 2022.

Hình 8: Điều chỉnh dự phóng 2022-23

Đơn vị: tỷ đồng	2021			2022			2023		
		Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi		
Doanh thu thuần	9.054	11.388	13.834	21,5%	12.127	14.371	18,5%	Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu cá tra năm 2022 do 1) tăng giá bán bình quân lên 15% và điều chỉnh tăng sản lượng xuất khẩu lên 8% do sản lượng xuất khẩu và giá bán bình quân tăng mạnh hơn dự kiến. Chúng tôi giả định rằng nhu cầu cá tra vẫn còn gia tăng trong năm 2022 khi tất cả các thị trường sẽ tiếp tục tăng trưởng cao trong điều kiện thuận lợi. Giá bán bình quân cũng sẽ duy trì ở mức cao do nhu cầu khách hàng tăng mạnh trong năm 2022 và thắt chặt nguồn cung trong thời gian tới.	
<i>Phi-lê cá tra</i>	5.960	6.688	8.351	24,9%	6.881	7.968	15,8%		
<i>Các sản phẩm khác</i>	2.105	3.281	3.987	21,5%	3.457	4.510	30,5%		
<i>Collagen và Gelatin</i>	642	995	995	0,0%	1.343	1.343	0,0%	Chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu C&G trong năm 2022/23 do mảng này đã có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ trong Q1/22 và ban lãnh đạo sẽ tập trung khôi phục mảng C&G trong năm 2022, Chúng tôi tăng doanh thu từ SGC do giá bán và sản lượng tiêu thụ từ thị trường trong nước và quốc tế phục hồi nhanh hơn so với dự phóng trước.	
<i>Sa Giang</i>	385	422	491	16,4%	444	549	23,6%		
Lợi nhuận gộp	1.752	2.207	2.931	32,8%	2.298	2.754	19,8%		
Biên LN gộp	19,4%	19,4%	21,2%	+1,8 điểm %	18,9%	19,3%	+0,4 điểm %		
<i>Phi-lê cá tra</i>	22,9%	19,1%	22,6%	+3,4 điểm %	16,9%	18,9%	+2,0 điểm %	Điều chỉnh tăng do giá bán tăng cao hơn dự kiến và khả năng kiểm soát tốt chi phí cá nguyên liệu của VHC.	
<i>Các sản phẩm khác</i>	7,2%	10,8%	11,0%	+0,2 điểm %	11,0%	10,5%	-0,5 điểm %		
<i>Collagen và Gelatin</i>	40,0%	48,4%	49,3%	+0,9 điểm %	48,4%	48,4%			
<i>Sa Giang</i>	22,0%	21,6%	22,8%	+ 1,2 điểm %	21,6%	22,8%	+ 1,2 điểm %		
Chi phí quản lý và bán	556	687	798	16,2%	652	773	18,6%	Chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí quản lý và bán hàng để phù hợp với sự thay đổi của doanh thu.	
Chi phí quản lý và bán	6,1%	6,0%	5,8%	-0,2 điểm %	5,4%	5,4%	+0,1 điểm %		
Lợi nhuận từ HĐKD	1.290	1.550	2.133	37,6%	1.645	1.980	20,4%		
LN trước thuế	1.288	1.601	2.190	36,8%	1.683	2.089	24,1%		
LN ròng	1.101	1.403	1.959	39,6%	1.482	1.874	26,5%		
EPS	6.052	7.494	10.469	39,7%	7.920	10.016	26,5%		

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	9.054	13.834	14.372
Giá vốn hàng bán	(7.302)	(10.903)	(11.618)
Chi phí quản lý DN	(212)	(324)	(328)
Chi phí bán hàng	(344)	(474)	(446)
LN hoạt động thuần	1.196	2.133	1.980
EBITDA thuần	1.482	2.593	2.500
Chi phí khấu hao	(285)	(460)	(520)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.196	2.133	1.980
Thu nhập lãi	201	213	216
Chi phí tài chính	(107)	(148)	(99)
Thu nhập ròng khác	(2)	(8)	(8)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.288	2.190	2.089
Thuế	(178)	(231)	(215)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(9)	0	0
LN ròng	1.101	1.959	1.874
Thu nhập trên vốn	1.101	1.959	1.874
Cổ tức phổ thông	(359)	(367)	(367)
LN giữ lại	743	1.592	1.507

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	195	208	957
Đầu tư ngắn hạn	1.272	1.205	1.210
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.134	2.793	3.095
Hàng tồn kho	1.790	2.252	2.531
Các tài sản ngắn hạn khác	150	222	232
Tổng tài sản ngắn hạn	5.542	6.680	8.025
Tài sản cố định	2.070	3.188	3.682
Tổng đầu tư	16	6	6
Tài sản dài hạn khác	1.107	1.358	1.405
Tổng tài sản	8.734	11.232	13.118
Vay & nợ ngắn hạn	1.723	1.895	2.014
Phải trả người bán	337	509	533
Nợ ngắn hạn khác	607	817	850
Tổng nợ ngắn hạn	2.667	3.220	3.397
Vay & nợ dài hạn	168	165	158
Các khoản phải trả khác	17	148	321
Vốn điều lệ và	1.834	1.835	1.835
LN giữ lại	3.833	5.390	6.898
Vốn chủ sở hữu	5.882	7.700	9.242
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.734	11.232	13.118

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	1.288	2.190	2.089
Khấu hao	285	460	520
Thuế đã nộp	(204)	(231)	(215)
Các khoản điều chỉnh khác	(118)	(130)	(105)
Thay đổi VLD	(469)	(823)	(567)
LC tiền thuần HKĐK	783	1.465	1.722
Đầu tư TSCĐ	(606)	(1.576)	(1.014)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	3	2
Các khoản khác	(251)	210	296
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(856)	(1.363)	(716)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	63	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	143	0
Tiền vay ròng nhận được	424	134	110
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(359)	(367)	(367)
LC tiền thuần HĐTC	128	(89)	(257)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	141	195	208
LC tiền thuần trong năm	54	13	749
Tiền & tương đương tiền cuối kì	195	208	957

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	12,2%	14,2%	13,0%
Vòng quay TS	1,13	1,39	1,18
ROAA	13,7%	19,6%	15,4%
Đòn bẩy tài chính	1,45	1,47	1,44
ROAE	19,9%	28,8%	22,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	77,7	64,1	68,8
Số ngày nắm giữ HTK	89,5	75,4	79,5
Số ngày phải trả tiền bán	16,8	17,0	16,7
Vòng quay TSCĐ	4,67	5,26	4,18
ROIC	14,2%	20,1%	16,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,1	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,4	1,4	1,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,6
Vòng quay tiền	150,4	122,5	131,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	28,7%	52,8%	3,9%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	75,2%	78,3%	(7,2%)
Tăng trưởng LN ròng	53,2%	77,9%	(4,3%)
Tăng trưởng EPS	53,2%	77,9%	(4,3%)

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>