

CTCP VĨNH HOÀN (VHC – HoSE)

VHC – KỶ VỌNG HỒI PHỤC VÀO 2H2023

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP:

- Vinh Hoàn (VHC) là doanh nghiệp tự hào dẫn đầu với kinh ngạch xuất khẩu cá tra là 375,2 triệu USD, chiếm 15,4% tỷ trọng xuất khẩu cá tra và 3,2% tỷ trọng xuất khẩu thủy sản của toàn Việt Nam năm 2022.
- Bên cạnh sản phẩm chính là cá tra, Vinh Hoàn còn mở rộng kinh doanh các Sản phẩm phụ, Sản phẩm giá trị gia tăng, Collagen & gelatin, Bánh phồng, Sản phẩm từ gạo và các sản phẩm khác. Hiện tại VHC đang sở hữu 8 công ty con và 1 công ty liên kết hình thành một hệ sinh thái khép kín từ khâu nuôi trồng, chế biến, sản xuất & xuất khẩu cá tra và các sản phẩm liên quan.
- Ngoài các thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và Trung Quốc, công ty còn lên kế hoạch tiếp tục mở rộng thị phần tại các nước khác như Anh, Canada, Bỉ, Úc, Hà Lan, Đức, Thụy Sĩ.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

- Thị trường xuất khẩu lớn nhất của VHC là Mỹ được kỳ vọng sẽ phục hồi trong các tháng tiếp theo**, khi lạm phát dần hạ nhiệt, lượng hàng tồn kho ở mức thấp nên nhu cầu nhập hàng của các doanh nghiệp nước này có khả năng gia tăng để phục vụ mùa lễ hội cuối năm.
- Biên lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện nhờ nguồn nguyên vật liệu giá rẻ và xu hướng giảm giá của cước phí vận tải** sẽ tiếp tục vào 6 tháng cuối năm 2023.
- Vinh Hoàn dự kiến nâng mức vốn điều lệ từ 1.833 tỷ đồng lên 2.244 tỷ đồng**, thông qua phát hành cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) và phát hành cổ phiếu để trả cổ tức.

RỦI RO:

- Nền kinh tế Trung Quốc đang phục hồi chậm hơn so với dự kiến khiến cho nhu cầu tiêu thụ cá tra ở nước này tiếp tục duy trì ở mức thấp;
- Tỷ giá CNY/VND bắt đầu xu hướng giảm kể từ đầu năm nay và chúng tôi cho rằng xu hướng nếu vẫn tiếp diễn sẽ ảnh hưởng đáng kể tới doanh thu xuất khẩu của VHC tại Trung Quốc.

ĐỊNH GIÁ:

- Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp định giá gồm P/E, P/B và FCFE, với trọng số tương đương nhau. Giá trị cổ phiếu VHC được xác định ở mức 93.000 đồng/cổ phần.

Đồ thị giá 52 tuần của VHC



Nguồn: CafeF tổng hợp

Khuyến nghị*	MUA
Giá đóng cửa (11/09/2023):	77.400
Giá mục tiêu*	93.000
Upside	20%
Ngành	Thủy sản
Vốn hóa thị trường	14.193 tỷ đồng
Biến động giá 52T	11,3%
Khối lượng GDBQN	614.179
Giá trị GDBQN	97,5 tỷ đồng
KLCP đang lưu hành	183 triệu
Tỷ lệ free-float	~100%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	28,44%

* Cập nhật: 11/09/2023

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	7.867	7.037	9.054	13.231	10.976
LN gộp	1.533	1.015	1.756	2.976	2.173
LN ròng	1.178	720	1.106	2.013	1.465
Tổng tài sản	6.611	7.201	8.736	11.583	11.780
Vốn CSH	4.878	5.176	5.884	7.695	9.399
EPS cuối kỳ (VNĐ/CP)	12.559	3.953	6.040	10.266	7.901
Giá trị sổ sách	26.586	28.203	31.528	41.027	51.361

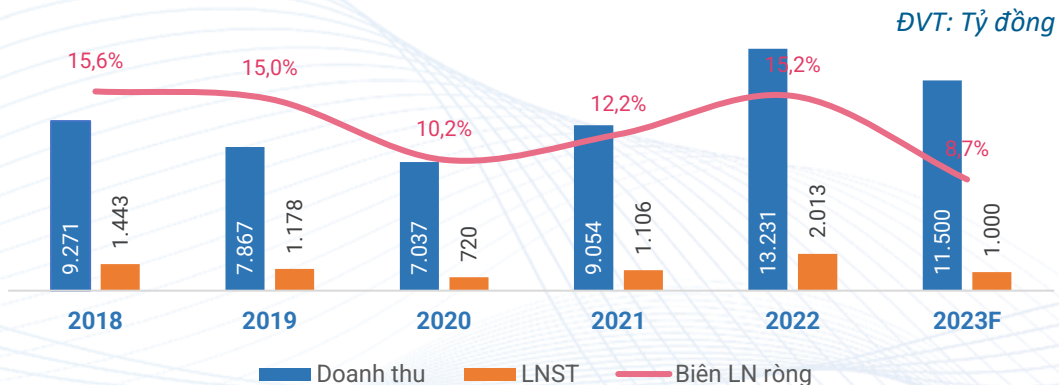
Chỉ số tài chính	2019	2020	2021	2022	2023F
% Doanh thu	-15%	-11%	29%	46%	-17%
% LNST	-18%	-39%	54%	82%	-27%
Tỷ suất LN gộp	19%	14%	19%	22%	20%
ROA	18%	10%	14%	19%	12%
ROE	26%	14%	20%	29%	17%
P/E	12,0	19,0	12,0	7,0	11,8
P/B	3,0	3,0	2,0	2,0	1,8

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H 2023

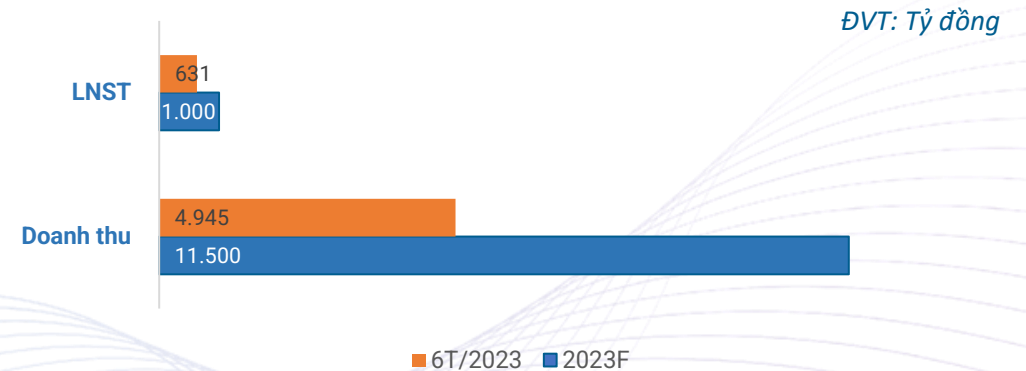
- Doanh thu và lợi nhuận Q2/2023 của VHC đều ghi nhận ở mức thấp với lần lượt là 2.724 và 412 tỷ đồng, giảm 36% và 48% so với cùng kỳ năm 2022.
- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, doanh thu của công ty đạt 4.945 tỷ đồng, giảm 34% svck nhưng hoàn thành 43% kế hoạch năm. Cùng đầ giảm với doanh thu, LNST cũng chỉ đạt 631 tỷ đồng, giảm 52% svck, nhưng vẫn đạt 66% kế hoạch năm.
- Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự sụt giảm doanh thu và lợi nhuận:
 - ✓ Cả giá bán và sản lượng xuất khẩu cá tra 1H2023 đều chịu tác động tiêu cực chung của thị trường tiêu thụ: Theo số liệu thống kê của Hiệp hội chế biến và xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP), kim ngạch xuất khẩu cá tra 6 tháng đầu năm 2023 của Việt Nam ước đạt 873 triệu USD, giảm 39% svck. Giá bán bình quân đạt khoảng 2,4 USD/kg, giảm 20,6% svck.

- ✓ Mức nền cùng kỳ tương đối cao do 2022 là năm ghi nhận sự tăng trưởng đột biến của doanh thu và lợi nhuận.
- ✓ Chi phí nguyên vật liệu đầu vào (thức ăn thủy sản, con giống,...) tăng cao tạo áp lực lên lợi nhuận, trong khi giá bán hạ vẫn khó tiêu thụ, dẫn đến lượng hàng tồn kho cao và tăng thêm chi phí.
- Ngoài ra, chi phí lãi vay cao cũng bị đội lên 80 tỷ, thậm chí còn hơn cả gấp đôi so với cùng kỳ năm 2022 do lãi suất cho vay tại các tổ chức tín dụng tăng svck.
- Tuy nhiên, chi phí bán hàng trong nửa đầu năm lại ghi nhận 97 tỷ, giảm 57% svck chủ yếu do sự sụt giảm của chi phí vận tải, lưu kho và các chi phí dịch vụ mua ngoài khác. Nhờ vậy, mà biên lợi nhuận của công ty cũng phần nào được cải thiện.

BIỂU ĐỒ 1: DOANH THU & LNST GIAI ĐOẠN 2018 – 2023



BIỂU ĐỒ 2: MỨC ĐỘ HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH NĂM 2023



VỊ THẾ DẪN ĐẦU NGÀNH VỚI CÁ TRA LÀ MẢNG KINH DOANH CỐT LÕI

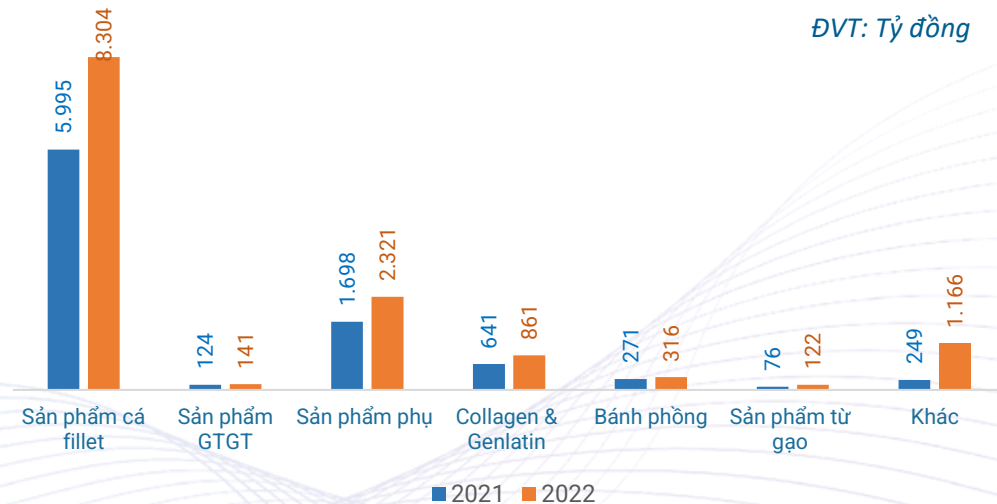
- Năm 2022, Vĩnh Hoàn tiếp tục duy trì vị thế của doanh nghiệp đầu ngành với kim ngạch xuất khẩu cá tra là 375 triệu USD, chiếm 15,4% trong thị trường xuất khẩu cá tra, và 3,4% thị trường xuất khẩu thủy sản.
- Thị trường xuất khẩu chính của công ty vẫn là Hoa Kỳ, với doanh thu cá tra hơn 248 triệu USD, chiếm tỷ trọng lên tới 68% trong năm 2022. Trung Quốc là thị trường đứng thứ hai với 23 triệu USD. Do ảnh hưởng của chính sách Zero Covid và hạn chế nhập khẩu do bùng dịch trở lại, thị phần ở thị trường này đã giảm mạnh từ 12% năm 2021 xuống còn 6% năm 2022. Anh và Canada lần lượt nắm giữ vị trí thứ ba và thứ tư với thị phần doanh thu đóng góp lần lượt là 5% và 4%.

- Cơ cấu doanh thu:
 - ✓ Mảng cá tra (sản phẩm cá fillet) là mảng kinh doanh cốt lõi của công ty, mang về 8.304 tỷ đồng doanh thu, chiếm tỷ trọng chủ yếu (~63%) trong cơ cấu doanh thu năm 2022 của VHC.
 - ✓ Kế tiếp phải kể đến các sản phẩm phụ (bao gồm bột cá, mỡ cá cung cấp cho ngành thức ăn gia súc và một số loại phụ phẩm khác như bao tử, bong bóng và vi cá) ghi nhận 2.321 tỷ đồng, chiếm 18% cơ cấu doanh thu toàn công ty.
 - ✓ Collagen & Genlatin là nhóm sản phẩm cung cấp nguồn protein đầu vào chất lượng cao và ổn định cho các ngành thực phẩm, nước uống, mỹ phẩm và thực phẩm chức năng, mang về 861 tỷ đồng, đóng góp 7% doanh thu.

BẢNG 1: VỊ THẾ VHC TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG CHÍNH

	Triệu USD	Thị phần
Thị trường Mỹ (Ngành)	537	
VHC	248	46%
Thị trường Anh (Ngành)	64	
VHC	56	88%
Thị trường Canada (Ngành)	55	
VHC	15	26%

BIỂU ĐỒ 3: CƠ CẤU DOANH THU VHC

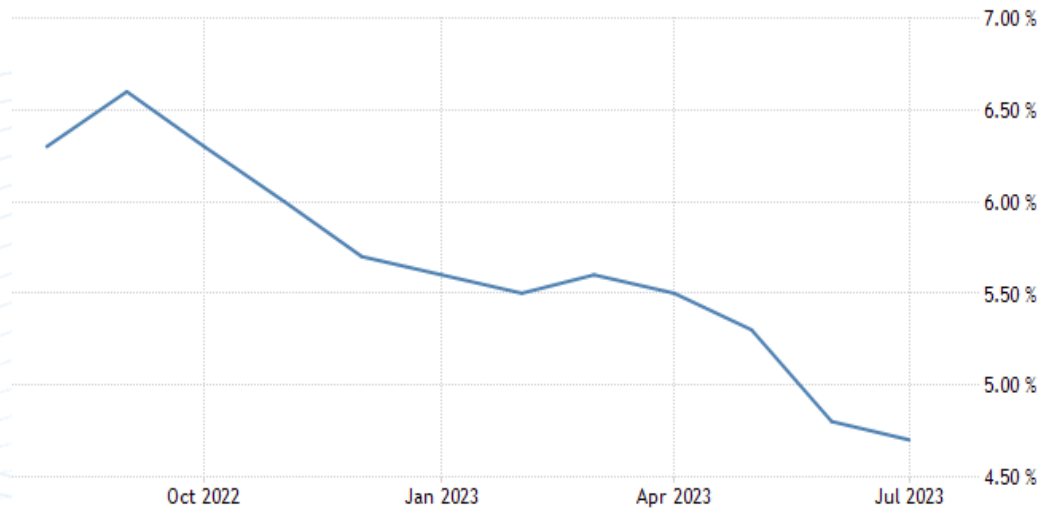


KỶ VỌNG THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU PHỤC HỒI 2H2023

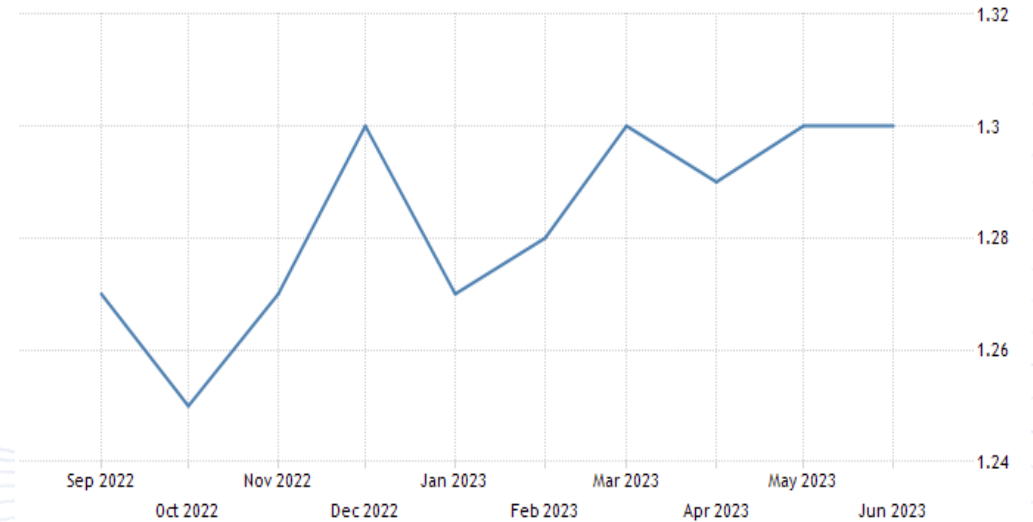
- Lũy kế 7 tháng đầu năm 2023, xuất khẩu thủy sản ước đạt gần 5 tỷ USD, giảm 25% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, cá tra là một trong những mặt hàng với mức giảm sâu nhất, lên tới 36%. Nguyên nhân chủ yếu là do trong bối cảnh suy thoái kinh tế, lạm phát vẫn duy trì ở mức cao khiến cho người tiêu dùng tại các thị trường xuất khẩu thắt chặt chi tiêu. Tỷ lệ tồn kho tại Mỹ cũng tiếp tục duy trì ở mức cao khiến cho nhu cầu nhập hàng giảm đáng kể.

- Thị trường xuất khẩu thủy sản được kỳ vọng sẽ phục hồi trở lại vào nửa cuối năm khi lạm phát dần hạ nhiệt. Trong bối cảnh lạm phát đang dần được kiểm soát, nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ đang tăng lên khiến lượng hàng tồn kho của các doanh nghiệp tại Mỹ cạn dần. Do đó, nhu cầu nhập hàng của họ sẽ quay trở lại để phục vụ mùa cao điểm lễ hội trong nửa cuối năm. Chúng tôi kỳ vọng số lượng đơn hàng và giá cá tra xuất khẩu của VHC sẽ được cải thiện.

BIỂU ĐỒ 4: TỶ LỆ LẠM PHÁT TẠI MỸ NĂM 2023



BIỂU ĐỒ 5: TỶ SUẤT TIÊU THỤ HÀNG TỒN KHO NĂM 2023

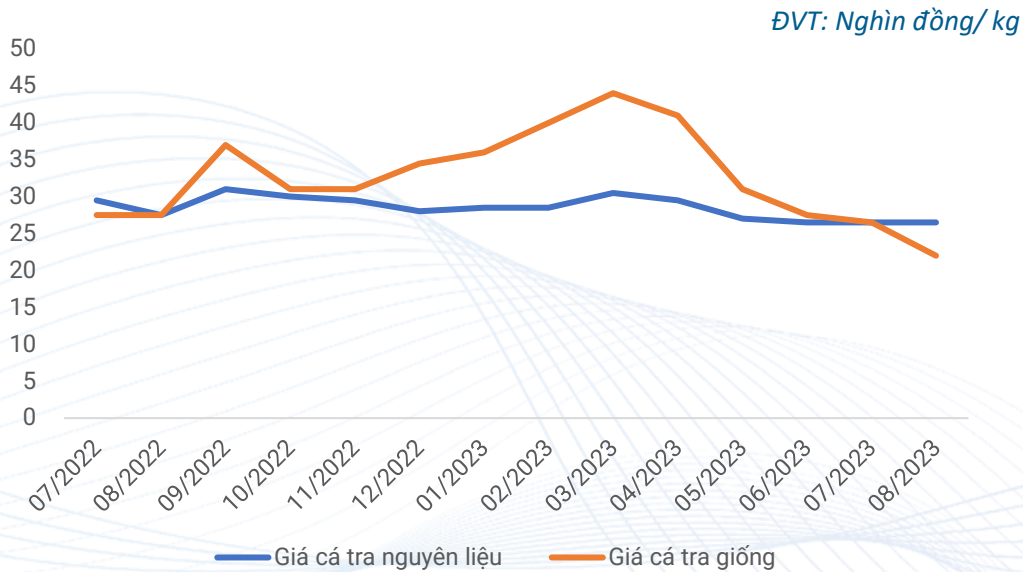


BIÊN LỢI NHUẬN CẢI THIỆN NHỜ GIẢM CHI PHÍ NGUYÊN VẬT LIỆU & LOGISTICS

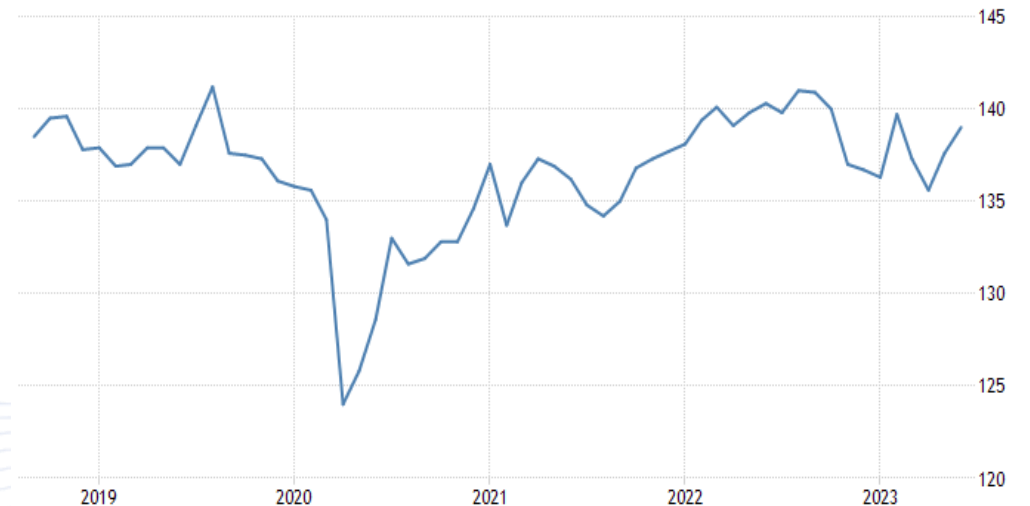
- Giá cá tra nguyên liệu và cá tra giống đều đang giảm kể từ vùng đỉnh vào 03/2023 (với mức giá lần lượt là 31 và 44 nghìn đồng/kg) giúp cho nông dân đẩy mạnh thả cá nuôi vào những tháng cuối năm chuẩn bị cho mùa vụ tiếp theo. Đây là yếu tố tác động tích cực đến giá nguyên vật liệu đầu vào của VHC. Chi phí nguyên vật liệu đang chiếm tỷ trọng lớn (68%) trong chi phí sản xuất kinh doanh của công ty. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nửa cuối năm, biên lợi nhuận của VHC sẽ tiếp tục được cải thiện nhờ nguồn nguyên vật liệu giá rẻ.

- Trong 1H2023, chi phí vận tải, lưu kho và các chi phí dịch vụ mua ngoài khác đạt 258 tỷ, chiếm 74% chi phí bán hàng. Đặc biệt, trong 6 tháng đầu năm, chi phí vận tải đã giảm xuống còn 45 tỷ đồng (~76%) so với mức nền cao là 190 tỷ đồng của cùng kỳ năm trước. Do đó, chúng tôi kỳ vọng xu hướng giảm giá của cước phí vận tải trên thế giới sẽ tiếp tục trong nửa cuối năm giúp VHC tiết kiệm được thêm chi phí, qua đó cải thiện lợi nhuận của doanh nghiệp.

BIỂU ĐỒ 6: GIÁ CÁ TRA NGUYÊN LIỆU & CÁ TRA GIỐNG



BIỂU ĐỒ 7: CHỈ SỐ CƯỚC PHÍ VẬN TẢI



TIẾN TỚI MỤC TIÊU TỰ CHỦ NGUỒN NGUYÊN LIỆU 75%

- Nhà máy chế biến thức ăn thủy sản FeedOne đi vào hoạt động từ Q1/2022 với tổng vốn đầu tư 900 tỷ đồng, công suất hoạt động 35.000 tấn/năm. Đây được coi là bước đi chiến lược của công ty giúp Vĩnh Hoàn tự chủ được đầu vào, hoàn thiện mô hình chăn nuôi - chế biến khép kín và giảm giá thành. Đồng thời, biên lợi nhuận cũng được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể khi nhà máy đi vào hoạt động 100% công suất kể từ năm 2023.

- Trung tâm cá giống của công ty TNHH Giống cá tra Vĩnh Hoàn (công ty con của VHC) bắt đầu đi vào hoạt động từ Q1/2022. Trọng tâm của Trung tâm giống năm 2023 là nhanh chóng đưa những kết quả thực nghiệm vào thực tiễn sản xuất, song song với việc nhân rộng sản xuất để cung cấp sản phẩm đầu vào cạnh tranh về cả chất lượng lẫn chi phí. Tự chủ nguồn nguyên vật liệu và hoàn thiện chất lượng con giống, tiến tới mục tiêu tự chủ nguyên liệu 75% có ý nghĩa quyết định cho vị trí cạnh tranh của công ty trên thị trường.

HÌNH 1: NHÀ MÁY CHẾ BIẾN THỨC ĂN THỦY SẢN FEEDONE



HÌNH 2: TRUNG TÂM CÁ GIỐNG



TĂNG VỐN THÔNG QUA PHÁT HÀNH ESOP & TRẢ CỔ TỨC

- Ngoài sản phẩm cốt lõi là cá tra, VHC sẽ tiếp tục chiến lược đa dạng hóa thông qua các dự án đầu tư vào Nhà máy chế biến Nông sản Thực phẩm Thành Ngọc tại huyện Châu Thành, Đồng Tháp với tổng vốn đầu tư GD 1 là 500 tỷ đồng, công suất thiết kế 230.000 tấn/năm. Nhà máy có kho lạnh quy mô 700 tấn, khu trữ nguyên liệu khoảng 1.000 tấn, chủ yếu sản xuất các loại nông sản sẵn có tại địa phương như: thanh long ruột đỏ, dưa, nhãn, măng cầu, chanh không hạt... Nhà máy đi vào hoạt động từ Q3/2022 và được kỳ vọng sẽ cải thiện doanh thu của VHC trong dài hạn.

HÌNH 3: NHÀ MÁY CHẾ BIẾN NÔNG SẢN THÀNH NGỌC



- Trong năm 2023, Vĩnh Hoàn dự kiến phát hành 3,7 triệu cổ phiếu ESOP với giá phát hành là 10.000 đồng/cổ phiếu. Ngoài ra, công ty còn phát hành hơn 37,4 triệu cổ phiếu để trả cổ tức năm 2022 với tỷ lệ 20%. Thời gian dự kiến thực hiện là sau khi phát hành ESOP và được UBCKNN chấp thuận, khoảng trong tháng 8 hoặc tháng 9 nhưng ko chậm hơn 31/12/2023. Sau cả 2 đợt phát hành trên, VHC dự kiến nâng mức vốn điều lệ từ 1.833 tỷ đồng lên 2.244 tỷ đồng.

HÌNH 4: PHÁT HÀNH ESOP

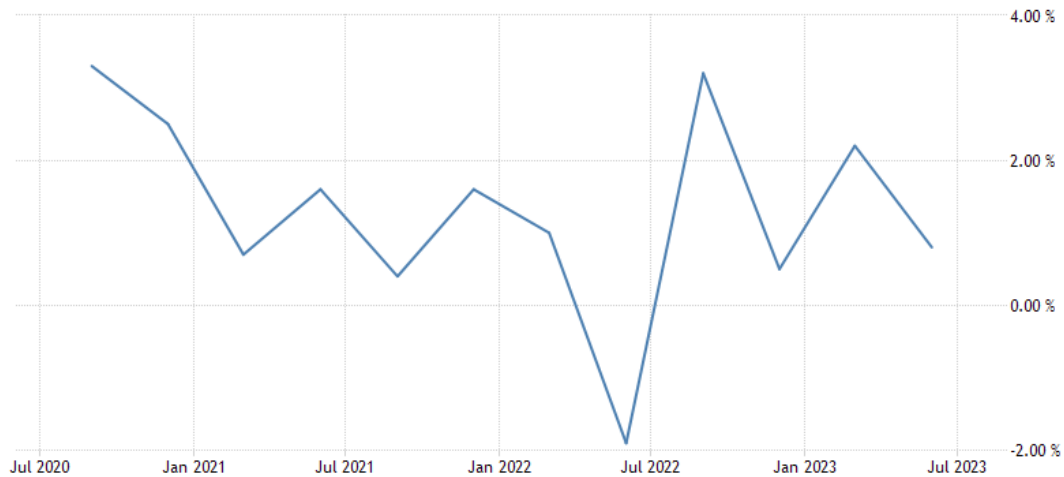


RỦI RO TIỀM ẨN

- Trong Q2/2023, Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc đã công bố GDP nền kinh tế lớn nhì thế giới tăng 6,3% so với cùng kỳ năm ngoái. Tốc độ này cao hơn so với Quý 1 (4,5%), nhưng chậm hơn dự báo của giới phân tích (7,3%). Tỷ lệ thất nghiệp trong nhóm tuổi 16-24 tuổi cũng lập kỷ lục mới, với 21,3% trong tháng 6. Đà phục hồi kinh tế đang dần đi xuống, lĩnh vực bất động sản rơi vào khủng hoảng khiến cho khách hàng có xu hướng thắt chặt chi tiêu, dẫn đến nhu cầu nhập khẩu cá tra ở thị trường này vẫn ở mức thấp và nhiều khả năng tiếp tục duy trì xu hướng này cho tới cuối năm.

- Trong 1H2023, tỷ giá CNY/VND chứng kiến xu hướng giảm mạnh từ mức đỉnh 3.500 đồng vào tháng 01/2023, và có khả năng vẫn tiếp tục duy trì ở vùng thấp 3.250 – 3.350 đồng trong các tháng cuối năm. Đây có thể coi là một rủi ro tiềm ẩn đối với doanh thu của VHC tại thị trường xuất khẩu lớn thứ hai này.

BIỂU ĐỒ 8: TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG GDP CỦA TRUNG QUỐC



BIỂU ĐỒ 9: TỶ GIÁ CNY/VND



DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023 VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp định giá bao gồm phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và phương pháp so sánh chỉ số PE, PB. Giá trị cổ phiếu được xác định ở mức 93.000 đồng. Doanh thu của VHC ước tính đạt 10.976 tỷ đồng, gần bằng kế hoạch đặt ra của VHC trong năm 2023. Chúng tôi giả định doanh thu từ mảng cá tra và sản phẩm phụ cả năm 2023 ước tính giảm 20% so với cùng kỳ do chịu tác động tiêu cực chung của ngành xuất khẩu thủy sản.

Chi phí nguyên vật liệu và chi phí vận tải được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp vào nửa cuối năm. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của VHC đạt 1.465 tỷ đồng, cao hơn so với kế hoạch đặt ra của doanh nghiệp.

Định giá	ĐVT	Giá	Tỷ trọng
Phương pháp P/E Forward	Đồng / CP	85.335	33,3%
Phương pháp P/B Forward	Đồng / CP	86.800	33,3%
Phương pháp FCFE	Đồng / CP	106.956	33,3%
Giá mục tiêu trung bình trọng số	Đồng / CP	93.030	100,0%
Làm tròn	Đồng / CP	93.000	

Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	9.271	7.867	7.037	9.054	13.231	10.976
Giá vốn hàng bán	(7.232)	(6.334)	(6.022)	(7.298)	(10.255)	(8.803)
Lợi nhuận gộp	2.039	1.533	1.015	1.756	2.976	2.173
Chi phí bán hàng	(210)	(252)	(171)	(344)	(349)	(198)
Chi phí QLDN	(144)	(149)	(148)	(213)	(372)	(348)
Chi phí tài chính	(167)	(90)	(101)	(107)	(370)	(281)
Chi phí lãi vay	(56)	(60)	(38)	(35)	(97)	(74)
Thu nhập tài chính	137	251	227	195	434	325
Phần lãi trong công ty liên kết	79	14	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần từ hđkd	1.734	1.307	822	1.287	2.319	1.672
Lợi nhuận khác	(46)	1	(18)	(8)	4	0
Lợi nhuận trước thuế	1.688	1.308	804	1.279	2.323	1.672
Thuế TNDN	(245)	(130)	(84)	(173)	(310)	(207)
Lợi nhuận sau thuế	1.443	1.178	720	1.106	2.013	1.465
Lợi ích của CĐ thiểu số	0	0	0	8	38	19
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	1.443	1.178	720	1.098	1.975	1.446

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2023 thuộc về tác giả. Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và tác giả không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của nhà đầu tư. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của tác giả.

NGUYỄN VIỆT HẰNG
Chuyên viên phân tích

Tòa nhà N02-T2 Khu Đoàn ngoại giao, Phường Xuân Tảo, Quận Bắc Từ Liêm

hangnv@cts.vn

+84-32-657-4714