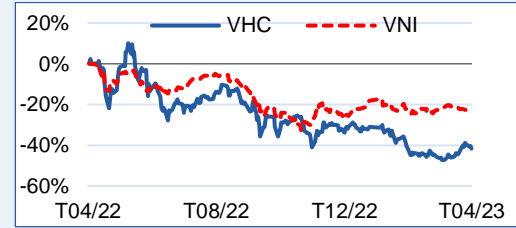




CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) [KHẢ QUAN +19,3%]

Cập nhật

Ngành:	Nông nghiệp		<u>2022</u>	<u>2023F</u>	<u>2024F</u>	<u>2025F</u>
Ngày báo cáo:	27/04/2023	TT DT	46,1%	-15,8%	18,6%	13,3%
Giá hiện tại:	59.000VND	TT EPS (1)	79,0%	-37,0%	47,1%	20,9%
Giá mục tiêu hiện tại:	68.400VND	Biên LN gộp (1)	22,5%	17,4%	20,3%	21,0%
Giá mục tiêu gần nhất:	72.800VND	Biên LN ròng (1)	14,9%	11,2%	13,9%	14,8%
TL tăng:	+15,9%	EV/EBITDA (1)	4,2x	5,9x	4,3x	3,6x
Lợi suất cổ tức:	3,4%	P/E (2)	5,7x	9,1x	6,2x	5,1x
Tổng mức sinh lời:	+19,3%	P/B (1)	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x



GT vốn hóa:	458tr USD	<u>VHC</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	319tr USD	P/E (trượt)	6,9x	8,1x
GTGD/ngày (30n):	1,1tr USD	P/B (hiện tại)	1,4x	1,1x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	0,1x	0,5x
SL cổ phiếu lưu hành:	183,4tr	ROE	25,9%	15,4%
Pha loãng:	183,4tr	ROA	17,4%	8,1%

(1) báo cáo; (2) cốt lõi

Tổng quan Công ty
CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới, chuyên nuôi trồng thủy sản, collagen & gelatin (C&G). Các thị trường chính của công ty bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. Chúng tôi ước tính các sản phẩm của VHC chiếm khoảng 44% lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ và hầu hết lượng C&G xuất khẩu từ Việt Nam trong năm 2021.

Mai Đoàn Ngọc Hân
Chuyên viên

Hoàng Nam
Trưởng phòng cao cấp

Mảng cá phi lê phục hồi vào cuối năm 2023; mảng collagen & gelatin tỏa sáng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với CTCP Thủy sản Vĩnh Hoàn (VHC) khi tiếp tục có quan điểm tích cực vào khả năng tăng trưởng dài hạn khả quan của công ty nhờ (1) mảng cá phi lê đông lạnh phục hồi sau những khó khăn kinh tế ngắn hạn và (2) tăng trưởng ổn định của VHC với biên lợi nhuận cao của mảng kinh doanh collagen & gelatin (C&G).
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% giá mục tiêu do chúng tôi điều chỉnh giảm 16% LNST sau lợi ích CĐTTS trong năm 2023, phần nào được bù đắp bởi mức dự báo LNST cao hơn 5% cho cả 2 năm 2024 và 2025. Chúng tôi cũng cập nhật mô hình định giá mục tiêu đến giữa năm 2024 từ cuối năm 2023.
- Định giá của VHC hấp dẫn do công ty đang giao dịch ở mức P/E trượt là 6,9 lần - thấp hơn so với P/E trượt trung bình của các công ty cùng ngành là 8,1 lần. Trong khi đó, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS 33% trong giai đoạn 2023 - 2025. Ngoài ra, giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E 2023/2024 của VHC lần lượt là 10,6 lần/7,2 lần so với P/E trượt trung bình 5 năm là 7,6 lần, mà chúng tôi tin là phù hợp khi hoạt động kinh doanh C&G đang phát triển sẽ được giao dịch ở mức định giá cao hơn so với mảng kinh doanh cá phi lê truyền thống của VHC.
- Rủi ro: Tiêu thụ cá tra toàn cầu thấp hơn dự kiến; doanh số C&G thấp hơn dự báo.

Nhu cầu ổn định từ thị trường EU; sản lượng xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc và Mỹ dự kiến sẽ cao hơn trong nửa cuối năm 2023. Lượng cá tra xuất khẩu của VHC sang thị trường EU tăng 22% YoY trong quý 1/2023, thể hiện triển vọng tích cực đối với VHC trong bối cảnh tiêu dùng bị thắt chặt toàn cầu. Dù doanh số giảm so với cùng kỳ năm trước tại các thị trường Trung Quốc (-16% YoY) và Mỹ (-56% YoY), doanh số của VHC tại các thị trường Mỹ và Trung Quốc đã lần lượt phục hồi 99% và 77% so với tháng trước vào tháng 3/2023, chúng tôi tin rằng điều này cho thấy những tín hiệu ban đầu cho đã phục hồi vào cuối năm. Với tình hình tồn kho thấp hiện nay ở Mỹ và Trung Quốc mở cửa trở lại, chúng tôi kỳ vọng các nhà cung cấp dịch vụ thực phẩm sẽ nổi lại hoạt động dự trữ hàng vào nửa cuối năm 2023 khi thị trường toàn cầu bước vào mùa lễ hội, và chúng tôi tin rằng điều này sẽ củng cố sản lượng xuất khẩu của VHC so với nửa đầu năm 2023 và tiêu dùng phục hồi mạnh hơn trong năm 2024 sau những thách thức kinh tế ngắn hạn. Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu phi lê của VHC sẽ giảm 1% YoY vào năm 2023 và tăng với CAGR đạt 14% trong giai đoạn 2023-2025.

Nguồn cung hạn chế đẩy giá bán cá tra nguyên liệu và phi lê cá tra lên cao. Trong quý 1/2023, giá cá tra nguyên liệu của Việt Nam vẫn ở mức cao do (1) chi phí thức ăn chăn nuôi tăng 15% YoY do giá nguyên liệu cao (theo VHC) trong khi (2) chi phí cá giống tăng cùng với giá đầu vào tăng. Với

kỳ vọng nguồn cung sẽ tăng chậm trong khi nhu cầu dần phục hồi trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi dự báo ASP phi lê đông lạnh đạt 3,7 USD/kg (so với 3,5 USD/kg trước đây). Theo ước tính của chúng tôi, ASP phi lê đạt 3,2 USD/kg trong tháng 1-2 và phục hồi lên 3,8 USD/kg trong tháng 3.

Mảng C&G đã sẵn sàng tăng trưởng mạnh do nhu cầu về sức khỏe & làm đẹp tăng cao tại thị trường chủ lực châu Á. Chúng tôi kỳ vọng doanh số C&G sẽ tăng 24% YoY vào năm 2023 so với mức tăng trưởng 34% YoY vào năm 2022, được thúc đẩy bởi nhu cầu mạnh mẽ đối với các sản phẩm chăm sóc sức khỏe và làm đẹp ở Châu Á - Thái Bình Dương.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	13.231	11.143	13.215	14.967
Giá vốn hàng bán	-10.255	-9.205	-10.535	-11.822
Lợi nhuận gộp	2.976	1.939	2.680	3.145
Chi phí bán hàng	-349	-267	-317	-359
Chi phí quản lí DN	-372	-279	-324	-363
LN thuần HĐKD	2.254	1.392	2.039	2.423
Thu nhập tài chính	434	228	280	355
Chi phí tài chính	-370	-187	-197	-222
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-97</i>	<i>-103</i>	<i>-105</i>	<i>-118</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Lãi/lãi thuần khác	4	4	4	4
LNTT	2.323	1.437	2.125	2.559
Thuế TNDN	-310	-177	-275	-322
LNST trước CĐTS	2.013	1.260	1.850	2.237
Lợi ích CĐ thiếu số	-38	-10	-12	-15
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.975	1.250	1.838	2.222
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	1.975	1.250	1.838	2.222
EBITDA	2.582	1.859	2.561	3.007
EPS báo cáo, VND	10.273	6.474	9.521	11.512
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	10.273	6.474	9.521	11.512
EPS pha loãng ⁽¹⁾ VND	10.273	6.474	9.521	11.512
DPS, VND	2.000	1.500	2.000	2.500
DPS/EPS (%)	19,5%	23,2%	21,0%	21,7%
(1) Điều chỉnh cho các khoản bất thường				
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	46,1%	-15,8%	18,6%	13,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	88,0%	-38,2%	46,4%	18,8%
Tăng trưởng LNTT	81,5%	-38,1%	47,9%	20,4%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	79,0%	-37,0%	47,1%	20,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	22,5%	17,4%	20,3%	21,0%
Biên LN từ HĐ %	17,0%	12,5%	15,4%	16,2%
Biên EBITDA	19,5%	16,7%	19,4%	20,1%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	14,9%	11,2%	13,9%	14,8%
ROE %	29,1%	15,3%	19,7%	20,5%
ROA %	19,4%	10,5%	13,9%	14,6%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	82	112	101	96
Số ngày phải thu	59	78	71	68
Số ngày phải trả	13	22	22	20
TG luân chuyển tiền	128	168	149	144
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,1	2,3	2,4	2,6
CS thanh toán nhanh	1,3	1,5	1,7	1,9
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2	0,2
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn CSH	0,0	-0,0	-0,1	-0,2
Khả năng thanh toán lãi vay	23,2	13,5	19,5	20,6

Nguồn: VHC, VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền và tương đương	553	616	661	748
Đầu tư TC ngắn hạn	1.768	1.968	3.048	4.363
Các khoản phải thu	2.330	2.420	2.689	2.882
Hàng tồn kho	2.818	2.832	3.010	3.216
TS ngắn hạn khác	172	145	172	194
Tổng TS ngắn hạn	7.640	7.980	9.580	11.403
TS dài hạn (gộp)	5.132	6.030	6.823	7.646
- Khấu hao lũy kế	-1.743	-2.297	-2.786	-3.336
TS dài hạn (ròng)	3.389	3.733	4.037	4.310
Đầu tư TC dài hạn	66	66	66	66
TS dài hạn khác	487	453	447	442
Tổng TS dài hạn	3.943	4.252	4.551	4.818
Tổng Tài sản	11.583	12.233	14.131	16.222
Phải trả ngắn hạn	448	654	662	646
Nợ ngắn hạn	2.214	1.987	2.274	2.552
Nợ ngắn hạn khác	1.037	784	996	1.158
Tổng nợ ngắn hạn	3.698	3.425	3.932	4.355
Nợ dài hạn	175	175	175	175
Nợ dài hạn khác	16	16	16	16
Tổng nợ	3.889	3.616	4.123	4.546
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	264	264	264	264
Vốn CP	1.834	1.834	1.834	1.834
Lợi nhuận giữ lại	5.426	6.338	7.717	9.370
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	171	181	193	208
Vốn chủ sở hữu	7.694	8.617	10.008	11.675
Tổng cộng nguồn vốn	11.583	12.233	14.131	16.222
Số cp lưu hành cuối năm, tr	183,4	183,4	183,4	183,4
Số cp quỹ, tr	0,0	0,0	0,0	0,0
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền đầu năm	195	553	616	661
Lợi nhuận sau thuế	1.975	1.250	1.838	2.222
Khấu hao	327	588	523	584
Thay đổi vốn lưu động	-624	-124	-254	-275
Điều chỉnh khác	-74	-281	-80	-96
Tiền từ hoạt động KD	1.604	1.432	2.026	2.434
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.122	-669	-793	-823
Đầu tư	-407	-199	-1.109	-1.343
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.528	-868	-1.902	-2.166
Cổ tức đã trả	-367	-275	-367	-458
Tăng (giảm) vốn cổ phần	114	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	479	-227	287	278
Tăng (giảm) nợ dài hạn	18	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	38	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	282	-502	-80	-181
Tổng lưu chuyển tiền tệ	358	63	45	88
Tiền cuối năm	553	616	661	748

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Mai Đoàn Ngọc Hân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đình Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mẫn, Chuyên viên, ext 135
- Trần Thị Thùy Linh, ext 196

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.