

Ngành : Thủy sản (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC)					
Khuyến nghị	MUA				
Giá hiện tại:	86,100	Ngày viết báo cáo:	24/08/2022	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây	132,600	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	183	Trương Thị Lệ Khanh	43.1%
Giá mục tiêu mới:	108,500	Vốn hóa (tỷ đồng)	15,935	Mitsubishi Corporation	6.5%
Tỷ suất cổ tức	0%	Thanh khoản bình quân 10 phiên:	971,830	Quỹ Đầu tư Việt Nam	4.9%
Tiềm năng tăng giá	26%	Sở hữu nước ngoài	27.45%	DC Developing Market	1.3%

Chuyên viên phân tích ngành:

Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA
(Công nghệ, Thủy sản, Dệt may)
tuntc@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Phạm Thanh Thảo
thaopt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 99,000
Giá cắt lỗ: 84,000

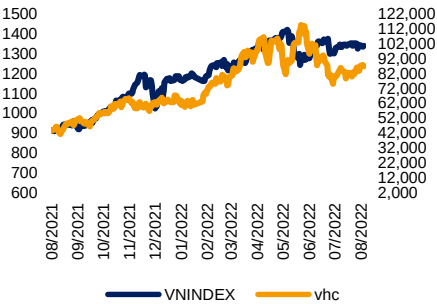
Định giá

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu mới cho năm 2022 là 108,500 VND (+26% so với mức giá ngày 23/08/2022) sau khi điều chỉnh mức P/E mục tiêu từ 13 xuống 9 do (i) lãi suất điều chỉnh tăng (ii) giảm tốc độ tăng trưởng so với lợi nhuận sáu tháng đầu năm.

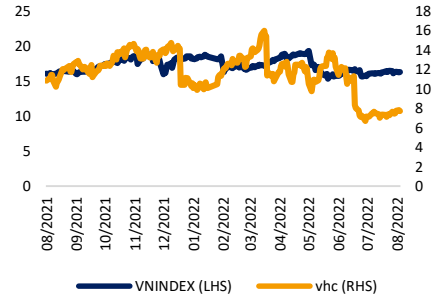
Dự báo kết quả kinh doanh

- Năm 2022, BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 12,524 tỷ (+39.5% YoY) và 2,318 tỷ (+112% YoY). EPS 2022 là 12,600 VND, tương đương với P/E fw là 6.9.

Bảng so sánh giá VHC và VN- Index



Bảng so sánh P/E VHC và VN index



Cập nhật doanh nghiệp

- Lũy kế 6 tháng đầu năm, VHC ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội với doanh thu đạt 7,494 tỷ (+81% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,341 tỷ (+242% YoY).** Riêng quý 2 ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 4,226 tỷ (+80% YoY) và 788 tỷ (+202% YoY).
- Doanh thu tăng trưởng tích cực đến từ nhóm sản phẩm truyền thống:** Cá tra đạt 4,955 tỷ (+82% YoY) và Phụ phẩm đạt 1,170 tỷ (+48% YoY). Đáng chú ý, doanh thu từ sản phẩm khác (BSC cộng gộp doanh thu khác, doanh thu phòng tôm, gạo) tăng trưởng mạnh đạt 853 tỷ, chiếm 11% doanh thu sáu tháng đầu năm.
- Lợi nhuận tăng trưởng nhanh hơn doanh thu** do biên gộp tăng mạnh lên mức 25% so với mức biên 17% cùng kỳ. BSC cho rằng biên gộp tăng do giá xuất khẩu các thị trường khả quan: giá xuất khẩu của Việt Nam vào Mỹ tăng 60% YoY, vào EU tăng 34% YoY, vào Trung Quốc tăng 38% YoY.
- Biên chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp đạt 3.7%,** giảm mạnh so với mức biên 7.0% cùng kỳ do doanh thu tăng nhanh hơn (+81% YoY) so với mức tăng của chi phí (+22% YoY).

	2021	2022	Peer	VN-Index		2019	2020	2021	2022F
PE (x)	11.4	7.6	8.5	13.6	Doanh thu	7,867	7,037	9,054	12,524
PB (x)	2.1	2.1	1.2	2.1	Lợi nhuận gộp	1,533	1,001	1,752	3,352
PS (x)	1.4	1.2	0.6	1.7	Lợi nhuận sau thuế	1,179	704	1,110	2,317
ROE (%)	20.1%	32%	14%	15.0%	EPS	12,559	3,874	6,052	12,600
ROA (%)	13.8%	21%	7%	2.4%	Tăng trưởng EPS	-19%	-69%	56%	112%
					Nợ/ VCSH	36%	69%	48%	45%

I. Cập nhật kết quả kinh doanh 6 tháng năm 2022

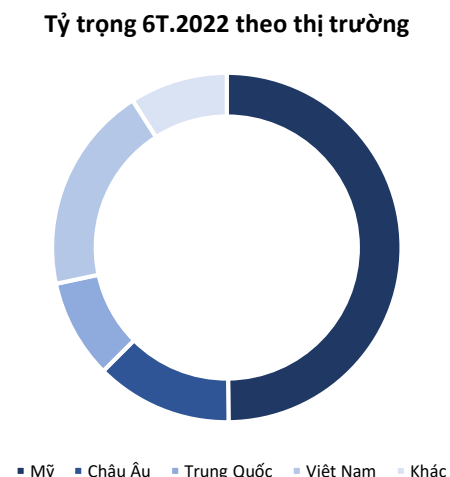
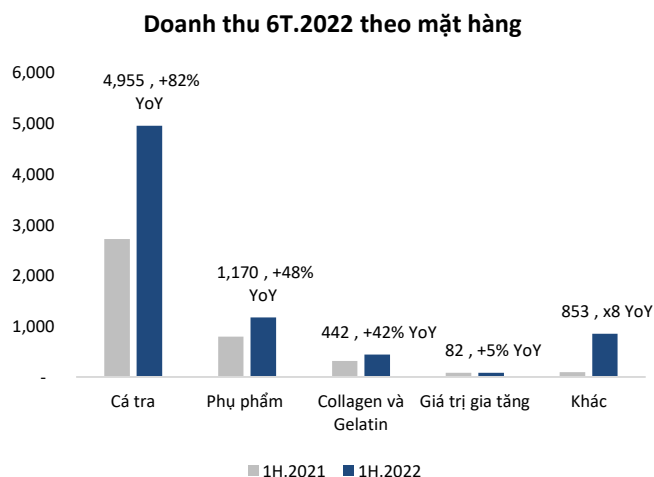
Lũy kế 6 tháng đầu năm, VHC ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội với doanh thu đạt 7,494 tỷ (+81% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,341 tỷ (+242% YoY). Riêng quý 2 ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 4,226 tỷ (+80% YoY) và 788 tỷ (+202% YoY).

Doanh thu tăng trưởng tích cực đến từ nhóm sản phẩm truyền thống: Cá tra đạt 4,955 tỷ (+82% YoY) và Phụ phẩm đạt 1,170 tỷ (+48% YoY). Đáng chú ý, doanh thu từ sản phẩm khác (BSC cộng gộp doanh thu khác, doanh thu phòng tôm, gạo) tăng trưởng mạnh đạt 853 tỷ, chiếm 11% doanh thu sáu tháng đầu năm.

Về thị trường xuất khẩu, cơ cấu thị trường không có nhiều thay đổi: Mỹ chiếm 50% doanh thu, EU chiếm 13% doanh thu, Trung Quốc chiếm 9%, Việt Nam chiếm 19%.

+ Mỹ tiếp tục là điểm sáng với doanh thu đạt 3,735 tỷ (+132% YoY). Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu thị trường Mỹ tăng mạnh và đạt đỉnh vào tháng 4, sau đó suy giảm vào tháng 5 (-17% MoM) và tháng 6 (-59% MoM). BSC cho rằng xuất khẩu sang Mỹ tích cực trong giai đoạn vừa rồi do nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng trong khi tồn kho thấp do năm 2021 ngành cá tra trải qua nhiều thách thức (thiếu container, dịch bệnh bùng phát tại Việt Nam). Tuy nhiên, việc nhập khẩu số lượng lớn trong thời gian ngắn khiến cho tồn kho tại cảng của Mỹ đang nhiều và cần thời gian để tiêu thụ.

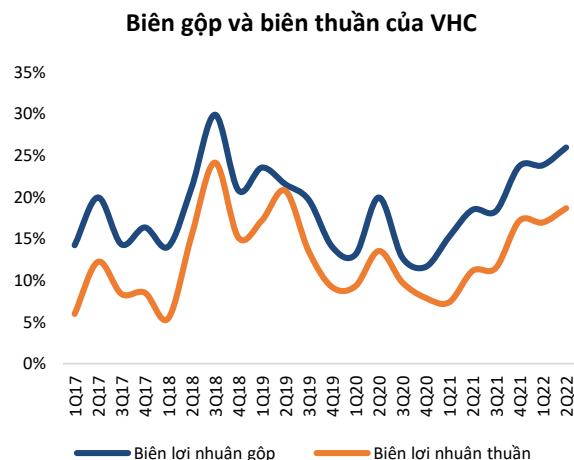
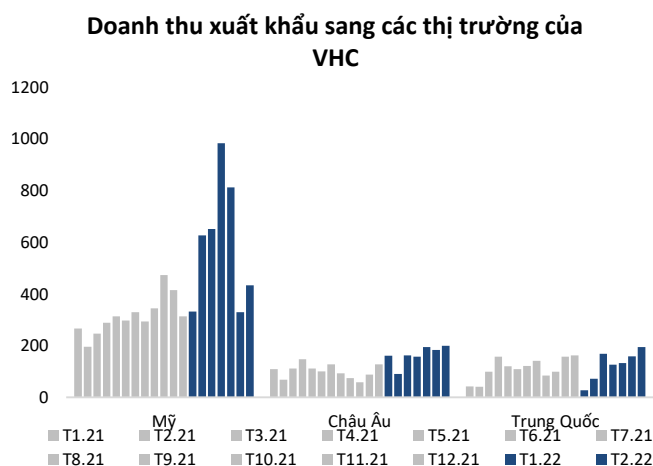
+ Trung Quốc đạt doanh thu 687 tỷ (+9% YoY). Mức tăng trưởng khiêm tốn khi Trung Quốc vẫn tiến hành chính sách Zero – Covid, chưa mở cửa hoàn toàn. Ngoài ra, nhằm thực hiện mục tiêu ngăn chặn dịch bệnh, Trung Quốc hay thay đổi chính sách nhập khẩu đối với sản phẩm đông lạnh, gây khó khăn cho các doanh nghiệp Việt Nam.



Nguồn: VHC

Biên lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2022 tăng mạnh lên mức 25% so với mức cùng kỳ là 17%. BSC cho rằng biên gộp tăng do giá xuất khẩu các thị trường khả quan: giá xuất khẩu của Việt Nam vào Mỹ tăng 60% YoY, vào EU tăng 34% YoY, vào Trung Quốc tăng 38% YoY.

Biên chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp đạt 3.7%, giảm mạnh so với mức biên 7.0% cùng kỳ do doanh thu tăng nhanh hơn (+81% YoY) so với mức tăng của chi phí (+22% YoY).



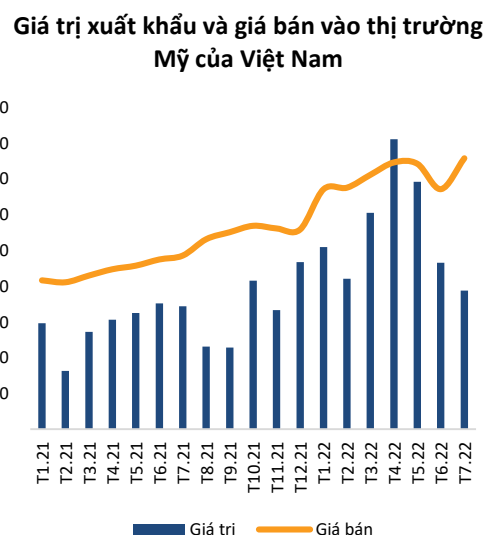
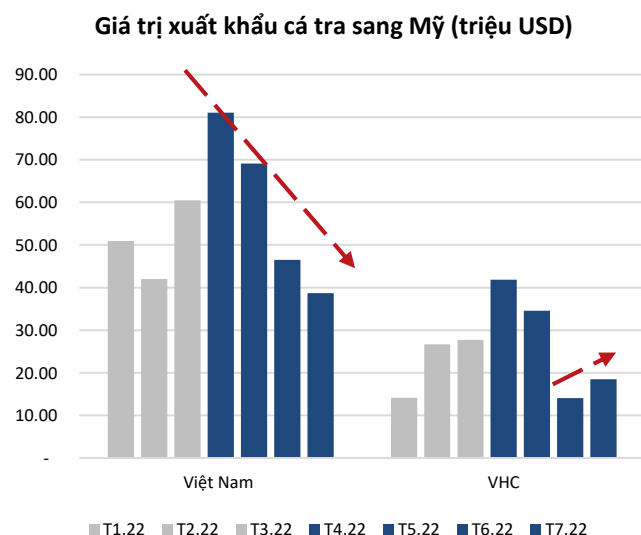
Nguồn: VHC

II. Triển vọng kinh doanh 6 tháng cuối năm 2022

Tiếp tục duy trì quan điểm trong báo cáo trước ([Link](#)), BSC giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với triển vọng của VHC trong nửa cuối năm 2022: BSC cho rằng lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2022 sẽ gặp thách thức để vượt mức nền cao so với 6 tháng đầu năm, nhưng (i) mức nền thấp của năm ngoái do ảnh hưởng bởi dịch Covid tại miền Nam (ii) các thị trường xuất khẩu kỳ vọng hồi phục trong quý 4 và (iii) nguồn cung chưa mở rộng được như dự kiến đảm bảo tốc độ tăng trưởng vẫn ở mức cao (2H dự kiến tăng trưởng 36% YoY).

Đối với thị trường xuất khẩu:

+ Thị trường Mỹ: BSC cho rằng tồn kho cao tại cảng (do nhập khẩu số lượng lớn đột biến trong quý 2) cùng với suy thoái kinh tế sẽ khiến cho việc xuất khẩu sang Mỹ bị ảnh hưởng một thời gian. BSC cho rằng sẽ việc xuất khẩu sang thị trường này khả quan trở lại trong quý 4 khi lượng hàng tồn kho được giải phóng và các khách hàng tăng nhập khẩu cho mùa tiêu thụ cuối năm. Trong tháng 7, mặc dù giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Mỹ tiếp tục suy giảm theo tháng, nhưng giá trị của VHC tăng trở lại so với tháng 6.

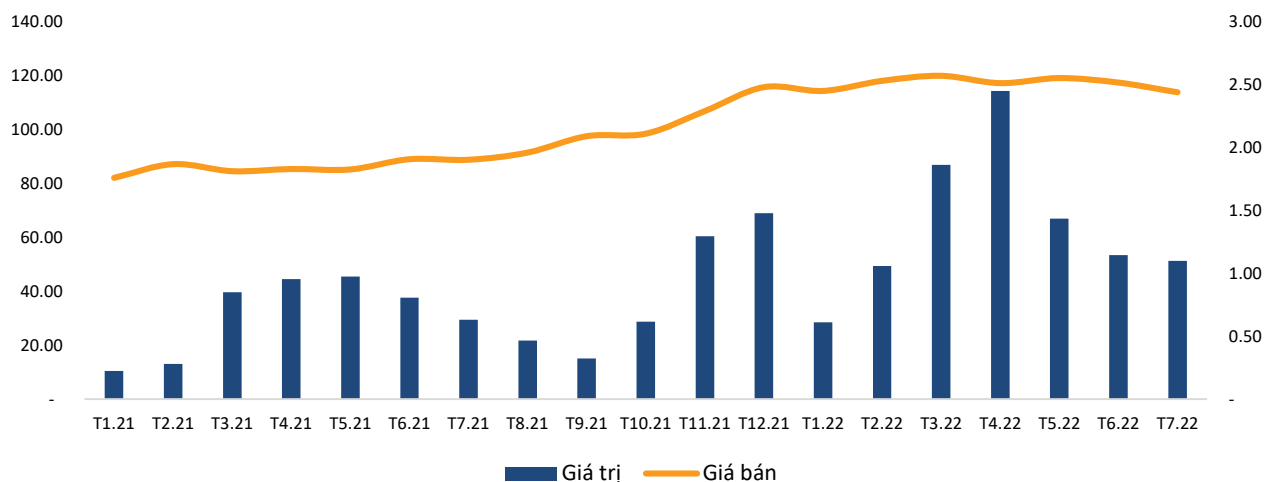


Nguồn: VHC, BSC tổng hợp

+ Thị trường Trung Quốc: BSC cho rằng việc Trung Quốc tiếp tục theo đuổi chiến lược Zero Covid sẽ luôn là yếu tố cản trở để xuất khẩu cá tra hồi phục mạnh. Dù vậy, việc chính phủ Trung Quốc có nới lỏng các thủ tục đối với thực phẩm đông lạnh nhập khẩu là yếu tố tích cực trong ngắn hạn đối với các doanh nghiệp Việt Nam.

Trong dài hạn, BSC giữ kỳ vọng Trung Quốc sẽ dần tiến tới mở cửa trở lại, và khi đó, với một thị trường có mức tiêu thụ cá tra ngang ngửa Mỹ và nhu cầu bị dồn nén trong hai năm dịch, sẽ giúp ngành tăng trưởng mạnh.

Giá trị xuất khẩu và giá bán vào thị trường Trung Quốc của Việt Nam

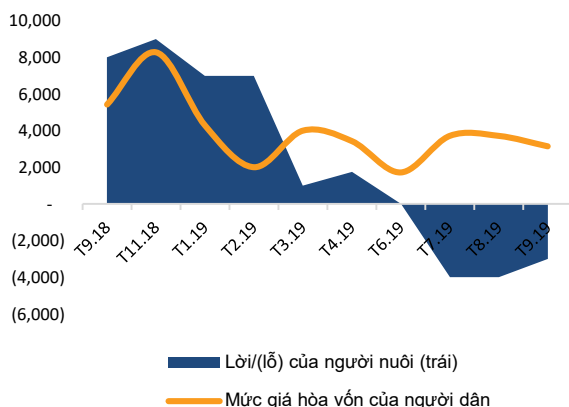


Nguồn: Agromonitor

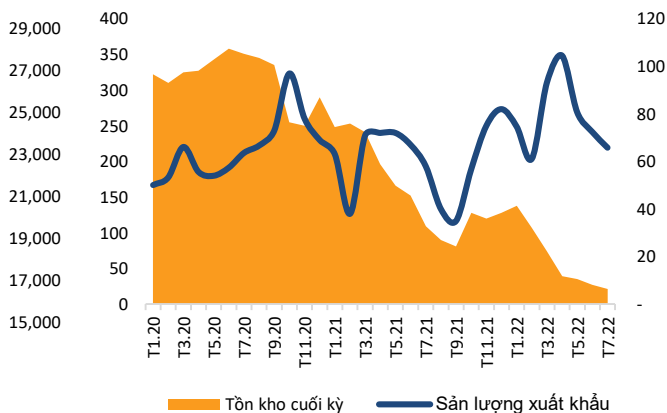
Đối với nguồn cung cá tra tại Việt Nam:

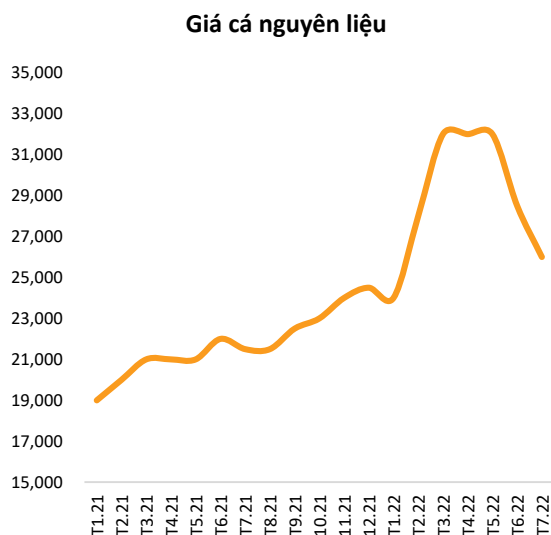
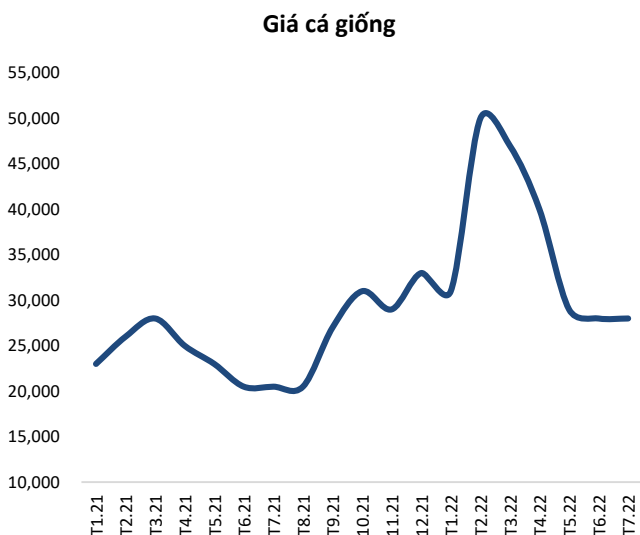
So với quan điểm đầu năm, BSC nhận thấy nguồn cung cá tra chưa có dấu hiệu mở rộng như kỳ vọng. Mặc dù giá cá nguyên liệu trong tháng 8 đang tiệm cận với giá đỉnh tại chu kỳ trước (30,000 VND/kg với 35,000 – 36,000 VND/kg), người dân không tích cực trong việc thả nuôi do chi phí đầu vào tăng cao khiến mức giá cá nguyên liệu hiện tại chỉ bù đắp được chi phí (chu kỳ trước lãi khoảng 7,000 – 8,000 VND/kg). Do đó, BSC cho rằng trong ngắn hạn, nguồn cung chưa thể điều chỉnh kịp thời, cùng với tồn kho tiếp tục ở mức thấp và nhu cầu kỳ vọng khả quan trở lại trong 6 tháng cuối năm tạo áp lực tiếp tục tăng giá bán. Vì thế, BSC nhận thấy các doanh nghiệp cá tra đang được hưởng lợi nhờ (i) giá xuất khẩu neo cao và kỳ vọng tăng (ii) chi phí nuôi thấp hơn chi phí của người dân (VHC: 28,000 VND/kg, ANV: 22,000 VND/kg).

Giá cá nguyên liệu và lãi/lỗ của người dân tại chu kỳ 2018 - 2019



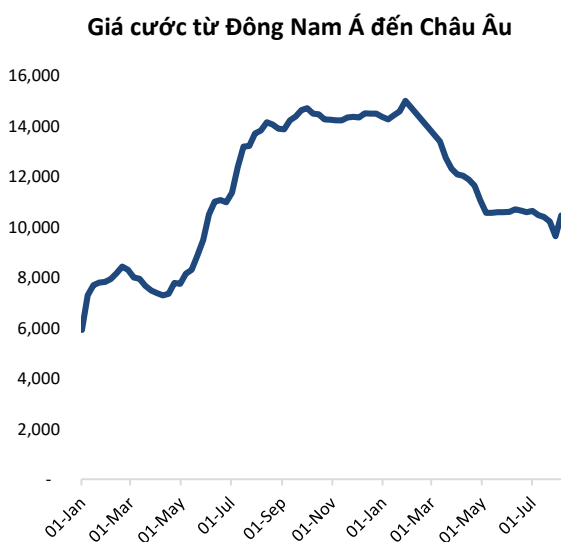
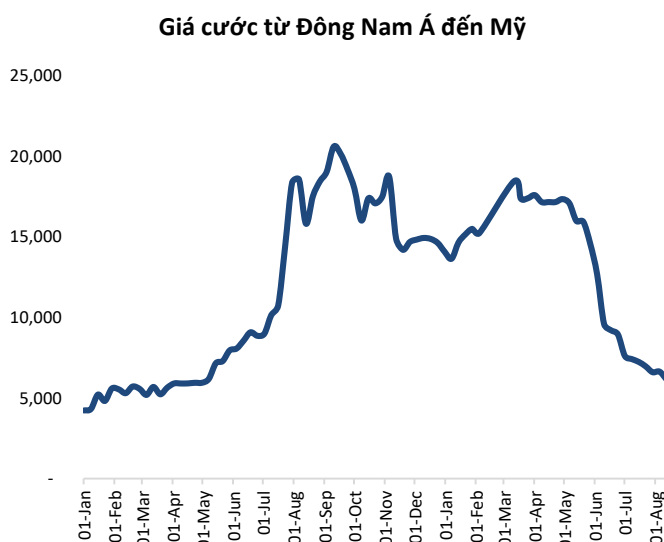
Tồn kho và sản lượng xuất khẩu của ngành cá tra





Nguồn: BSC tổng hợp

Ngoài ra, giá cước vận tải giảm mạnh kỳ vọng giảm bớt chi phí cho các doanh nghiệp thủy sản. Giá cước từ Đông Nam Á đến Mỹ trung bình tháng 7 quanh 6,957 USD (-59% từ đỉnh, - 41% YoY). Giá cước từ Đông Nam Á đến Châu Âu quanh mức 10,219 USD (-32% từ đỉnh, -18% YoY). Trong 6 tháng đầu năm, chi phí vận chuyển, lưu kho của VHC chiếm 53% chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp.



Nguồn: FBX

III. Dự phóng và định giá

So với dự phóng trong báo cáo trước ([Link](#)), BSC điều chỉnh tăng 1% và 5% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lên mức 12,524 tỷ (+40% YoY) và 2,318 tỷ (+112% YoY).

+ Cá tra fillet tiếp tục chiếm tỷ trọng chính (~76%) với doanh thu bán thành phẩm đạt 9,745 tỷ (+49% YoY)

+ Biên chi phí SG&A của VHC năm 2022 chiếm 6.1% doanh thu; giảm so với mức dự phóng 7.6% của năm 2021.

Bảng Dự phóng kết quả kinh doanh của VHC

Đv: tỷ đồng	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	7,867	7,037	9,054	12,524
<i>Tăng trưởng</i>	-15.1%	-10.5%	28.7%	39.5%
Cá tra				9,745
Giá vốn hàng bán	(6,334)	(6,036)	(7,302)	(9,172)
Lợi nhuận gộp	1,533	1,001	1,752	3,352
<i>Biên LNG</i>	19.4%	14.2%	19.4%	26.8%
Chi phí bán hàng	(252)	(171)	(344)	(438)
<i>Biên Chi phí bán hàng</i>	3.2%	2.4%	3.8%	3.5%
Chi phí quản lý Dn	(149)	(147)	(212)	(262)
<i>Biên Chi phí quản lý Dn</i>	1.9%	2.1%	2.3%	2.1%
Lợi nhuận trước thuế	1,309	791	1,288	2,727
Lợi nhuận sau thuế	1,180	705	1,110	2,317
EPS	12,573	3,953	6,052	12,600

Nguồn: BSC Research

+ Phương pháp PE:

BSC đánh giá VHC là một cổ phiếu chu kỳ do kết quả kinh doanh của doanh nghiệp phụ thuộc lớn vào biến động (1) giá xuất khẩu cá tra, (2) giá đầu vào (thức ăn chăn nuôi, cá nguyên liệu) (3) tồn kho tại các thị trường xuất khẩu và (4) chính sách xuất khẩu tại các quốc gia. BSC xây dựng 3 kịch bản cho năm 2022-2023 dựa trên các giả định (chủ yếu là giá xuất khẩu):

	2022F			2023F		
	Tiêu cực	Cơ bản	Tích cực	Tiêu cực	Cơ bản	Tích cực
Tổng Doanh thu	12,025	12,524	12,974	12,364	13,313	14,573
%YoY	34%	39%	45%	3%	6%	12%
Lợi nhuận gộp	2,853	3,352	3,802	2,314	3,262	4,523
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	24%	27%	29%	19%	25%	31%
Lợi nhuận trước thuế	2,255	2,726	3,152	1,596	2,524	3,758
Lợi nhuận sau thuế	1,917	2,317	2,679	1,329	2,121	3,172
%YoY	75%	112%	145%	-31%	-8%	18%
EPS	10,400	12,600	14,600	7,200	11,600	17,200
P/E mục tiêu	9	9	9	8	8	9
Giá kỳ vọng	93,600	113,400	131,400	57,600	92,800	154,800
Giá hiện tại	86,100					
Upside	9%	32%	53%	-33%	8%	80%

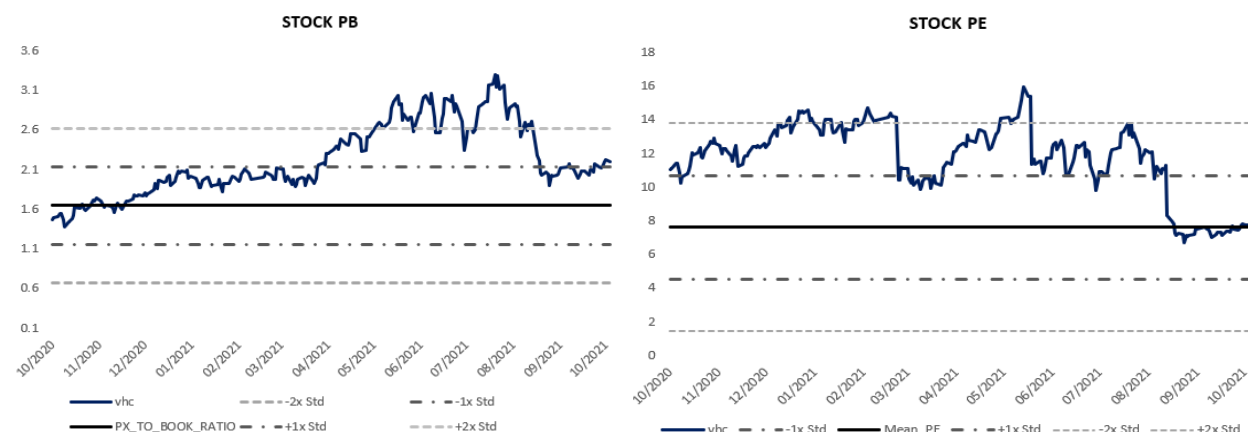
+ Phương pháp Chiết khấu dòng tiền:

Chi phí vốn bình quân	
Rf	6%
Beta	0.9
Ke	13.8%
Kd	8%
E/A	60%
Thuế	20%
WACC	10.4%
g	4%

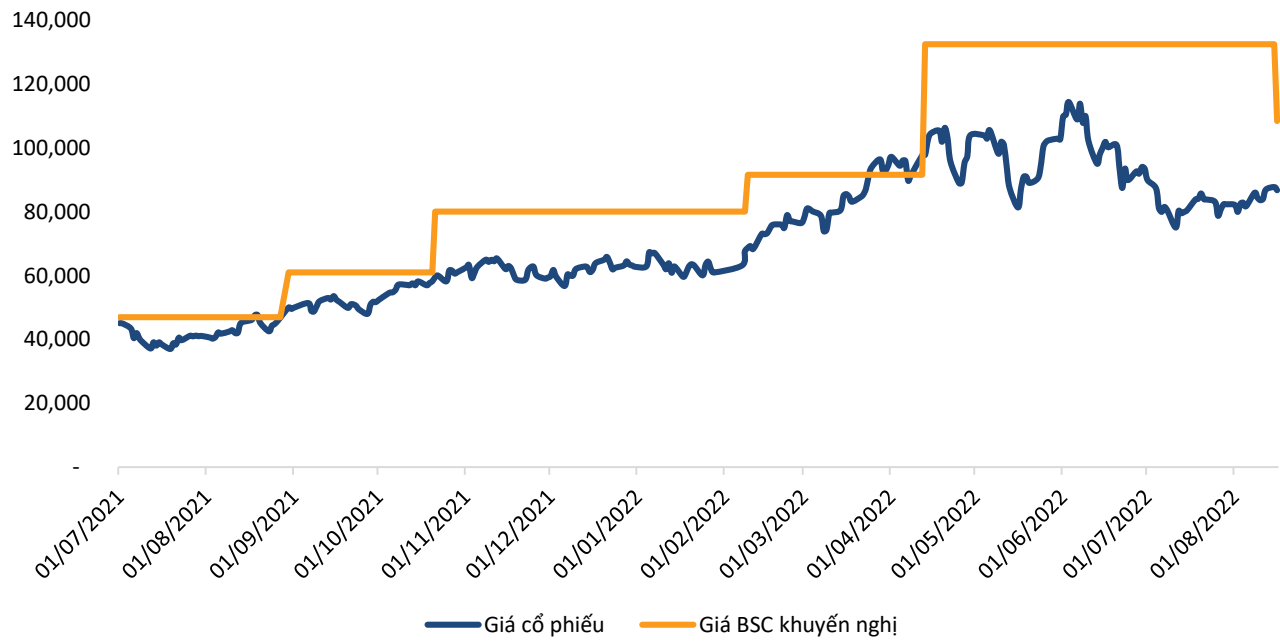
	2022F	2023F	Terminal
Dòng tiền tự do của công ty	672	961	18,710
Tổng giá trị doanh nghiệp	21,628		
Nợ	1,174		
Vốn chủ sở hữu	18,941		
Số lượng cổ phiếu	183,376,956		
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	103,300		

	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	103,300	50%	51,650
P/E (Trung lập)	113,400	50%	56,700
		Giá mục tiêu	108,500
		Giá hiện tại	86,100
		Upside	26%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với **giá mục tiêu mới là 108,500 VND/cp** cho năm 2022 theo hai phương pháp P/E và FCFF với tỷ trọng 50%/50%, tăng 26% so với giá đóng cửa ngày 23/08/2022.



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU VHC SO VỚI KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

