

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

CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC)					
Khuyến nghị		MUA			
Giá hiện tại:	68,400	Ngày viết báo cáo:	14/02/2022	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây	80,100	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	182	Trương Thị Lệ Khanh	43.1%
Giá mục tiêu mới:	91,600	Vốn hóa (tỷ đồng)	12,499	Mitsubishi Corporation	6.5%
Tỷ suất cổ tức	0%	Thanh khoản bình quân 10 phiên:	758,470	Quỹ Đầu tư Việt Nam	4.9%
Tiềm năng tăng giá	33%	Sở hữu nước ngoài	26.33%	Võ Phú Đức	1.5%

Chuyên viên phân tích ngành:

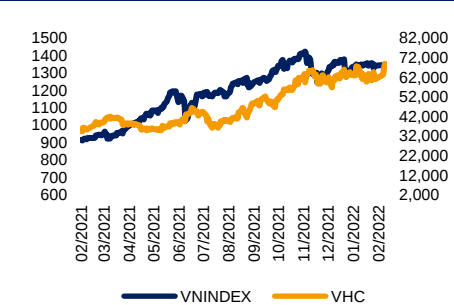
Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA
(Công nghệ, Thủy sản, Dệt may)
tuntc@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

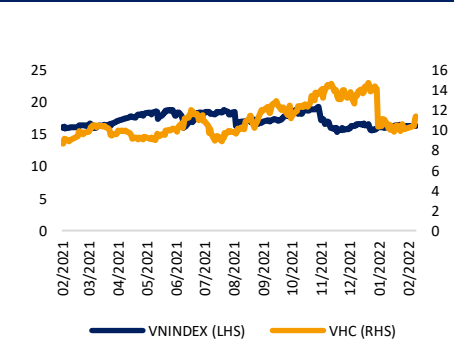
Phạm Thanh Thảo
thaopt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: N/A
Giá cắt lỗ: N/A

Bảng so sánh giá VHC và VN- Index



Bảng so sánh P/E VHC và VN index



	2020	2021	Peer	VN-Index		2019	2020	2021	2022F
PE (x)	10.4	11.4	12.6	16.8	Doanh thu	7,867	7,037	9,054	11,565
PB (x)	1.4	2.1	1.1	2.4	Lợi nhuận gộp	1,533	1,001	1,752	2,369
PS (x)	1.0	1.4	0.7	2.0	Lợi nhuận sau thuế	1,179	704	1,110	1,488
ROE (%)	14.0%	20.1%	6.4%	15.0%	EPS	12,559	3,874	6,052	8,091
ROA (%)	10.2%	13.8%	1.8%	2.4%	Tăng trưởng EPS	-19%	-69%	56%	36%
					Nợ/ VCSH	36%	69%	48%	45%

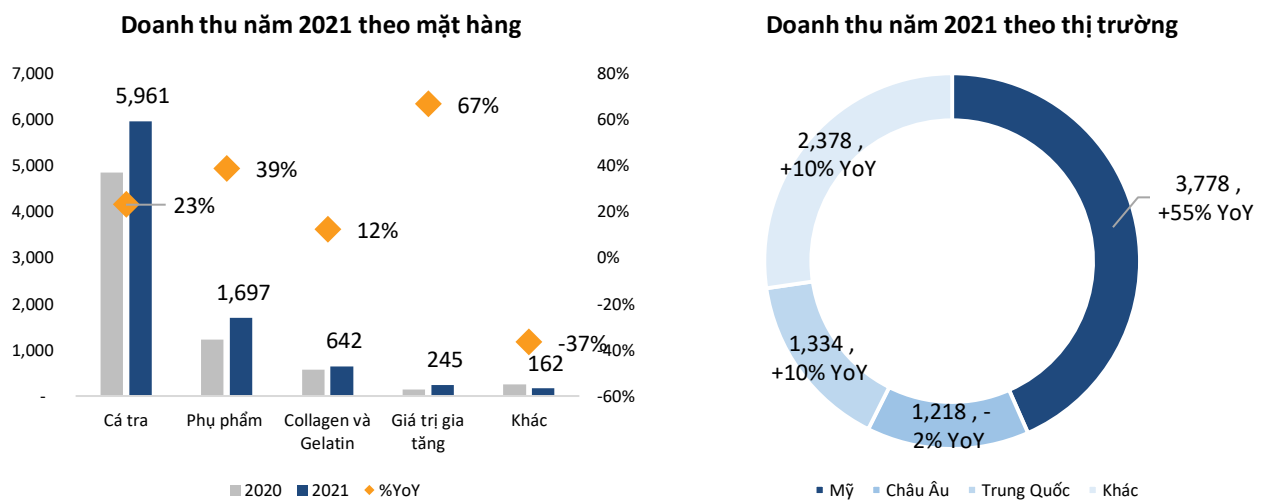
- Định giá**
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu mới cho năm 2022 là 91,600 VND (+33% so với mức giá ngày 11/02/2022) sau khi điều chỉnh (i) tăng dự báo lợi nhuận năm 2022 (+8% lợi nhuận so với dự báo trước) (ii) tăng mức P/E mục tiêu từ 11.5 lên 13.
- Dự báo kết quả kinh doanh**
- Năm 2022, BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 11,565 tỷ (+28.8% YoY) và 1,488 tỷ (+36% YoY). EPS 2022 là 8,091, tương đương với P/E fw là 8.5.
- Rủi ro**
- Các doanh nghiệp thủy sản quay trở lại hoạt động khiến thị phần giảm từ mức đỉnh của quý 3 năm 2021
 - Giá cước phí và giá nguyên liệu đầu vào tăng đột biến
- Cập nhật doanh nghiệp**
- Kết quả kinh doanh năm 2021 cho thấy sự tăng trưởng tích cực về doanh thu và lợi nhuận dù ngành nhiều khó khăn.** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 9,054 tỷ (+28.7% YoY) và 1,110 tỷ (+57.5% YoY).
 - Doanh thu tăng trưởng tích cực do xuất khẩu cá tra và phụ phẩm hồi phục từ mức nền thấp của năm ngoái: Doanh thu cá tra đạt 5,961 tỷ (+23% YoY) và doanh thu phụ phẩm đạt 1,697 tỷ (+39% YoY).
 - Lợi nhuận tăng trưởng nhanh hơn doanh thu** do biên gộp tăng mạnh lên mức 19.4% so với mức biên 14.2% cùng kỳ. BSC cho rằng biên gộp tăng do giá xuất khẩu các thị trường tăng khả quan (giá xuất khẩu trung bình năm 2021 của Việt Nam sang Mỹ và Trung Quốc tăng 19% so với cùng kỳ).
 - Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh so với cùng kỳ (+75% YoY)** chủ yếu do chi phí vận chuyển, lưu kho tăng mạnh, đạt mức 291 tỷ (+171% YoY) do cước tàu tăng cao.

I. Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2021

Kết thúc năm 2021, VHC lội ngược dòng trong hai quý cuối năm, ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong bối cảnh nhiều yếu tố bất lợi của ngành. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 9,054 tỷ (+28.7% YoY) và 1,110 tỷ (+57.5% YoY). Riêng quý 4 ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đạt 2,693 tỷ (+38.5% YoY) và 461 tỷ (x3 lần cùng kỳ).

Doanh thu tăng trưởng tích cực nhờ hai nhóm sản phẩm chính đều tăng mạnh trở lại: Cá tra (+23% YoY) và Phụ phẩm (+39% YoY). Sản phẩm Collagen/Gelatin ghi nhận tốc độ tăng trưởng thấp so với quá khứ khi việc bán hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid – 19 và cước phí vận tải.

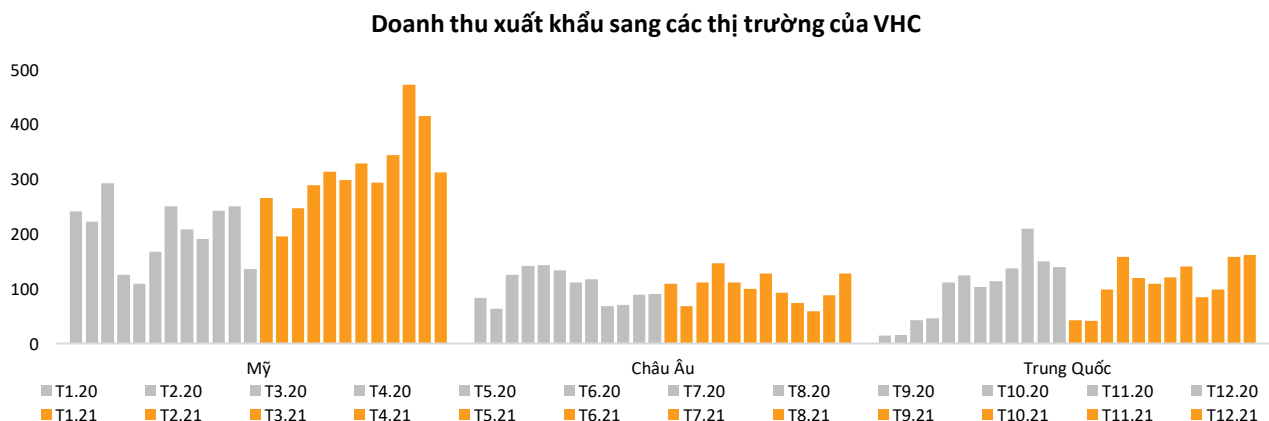
Về thị trường xuất khẩu, Mỹ là điểm sáng trong cả năm 2021 (+55% YoY) trong khi các thị trường còn lại chưa phục hồi mạnh sau thời gian dịch. Cơ cấu thị trường không có nhiều thay đổi khi Mỹ tiếp tục là thị trường lớn nhất với Vĩnh Hoàn, chiếm 42% doanh thu. Tỷ trọng của Trung Quốc và Châu Âu lần lượt là 15% và 13%.



Nguồn: VHC

Biên lợi nhuận gộp năm 2021 tăng mạnh lên mức 19.4% so với mức biên 14.2% cùng kỳ. BSC cho rằng biên gộp tăng do giá xuất khẩu các thị trường tăng khả quan (giá xuất khẩu trung bình năm 2021 của Việt Nam sang Mỹ và Trung Quốc tăng 19% so với cùng kỳ).

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh so với cùng kỳ (+75% YoY) chủ yếu do chi phí vận chuyển, lưu kho tăng mạnh, đạt mức 291 tỷ (+171% YoY) do cước tàu tăng cao.



Nguồn: VHC

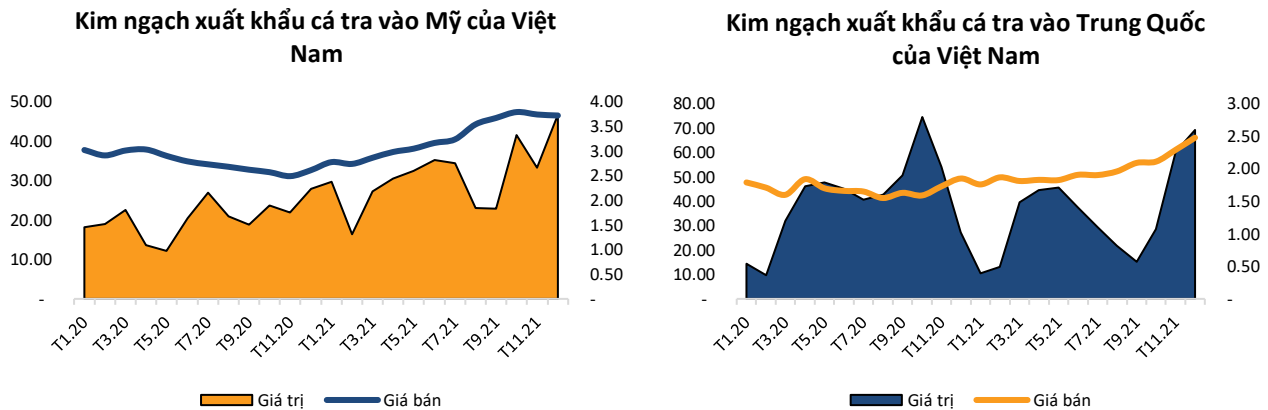
II. Triển vọng kinh doanh năm 2022

Tiếp tục duy trì quan điểm trong báo cáo trước ([Link](#)), BSC giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với triển vọng của VHC và ngành cá tra trong năm 2022.

1) Tình hình xuất khẩu cá tra sang hai thị trường chính (Mỹ và Trung Quốc) tiếp tục khả quan với mức giá bán cao

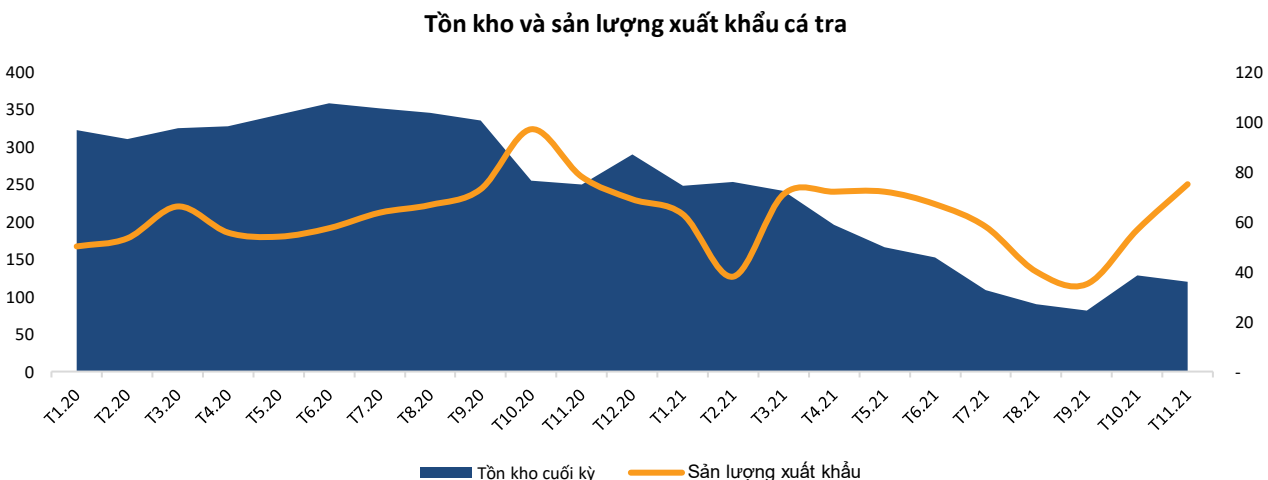
Kim ngạch xuất khẩu quý 4 sang thị trường Mỹ và Trung Quốc lần lượt đạt 121 triệu USD (+65% YoY, +51% QoQ) và 89 triệu USD (-43% YoY, +35% QoQ). Thị trường Mỹ tiếp tục tăng trưởng khả quan còn thị trường Trung Quốc cho thấy dấu hiệu phục hồi đầu tiên sau thời gian dài suy giảm do chính sách thắt chặt biên. Đáng chú ý, giá bán trung bình tại hai thị trường Mỹ và Trung Quốc tiếp tục neo ở mức cao, đạt lần lượt là 3.75 USD/kg (+46% YoY, +9% QoQ) và 2.23 USD/kg (+33% YoY, +14% QoQ).

Trong năm 2022, BSC kỳ vọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ tiếp tục khả quan trong khi thị trường Trung Quốc hồi phục trở lại (mở cửa trở lại) sẽ giúp ngành cá tra tăng trưởng mạnh sau thời gian dài khó khăn. Doanh nghiệp cá tra (trong đó, VHC với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành) sẽ được hưởng lợi từ việc gia tăng cả sản lượng và giá bán.



Nguồn: BSC tổng hợp

Mức tồn kho thấp sẽ tạo áp lực làm tăng giá bán trong khi nhu cầu xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng. Tồn kho của cá tra trong tháng 10 có tăng trở lại nhưng vẫn đang ở mức thấp trong 2 năm trở lại đây. Mức tồn kho thấp kỳ vọng làm tăng giá bán khi nhu cầu tiêu thụ ngày khả quan trong khi nguồn cung chưa thể điều chỉnh kịp thời.



Nguồn: BSC tổng hợp

2) Chi phí vận tải tăng nhẹ trở lại trong quý 4 cùng với chi phí cá nguyên liệu có áp lực tăng khi nhu cầu xuất khẩu tăng mà nguồn cung chưa điều chỉnh kịp thời.

So với báo cáo cập nhật trước ([Link](#)), BSC duy trì quan điểm giá cước phí tàu và giá nguyên liệu đầu vào vẫn là những rủi ro chính đối với hoạt động của VHC.

Giá cước vận tải tăng nhẹ trong quý 4 trở lại sau khi giảm mạnh từ mức đỉnh trong quý 3 năm 2021. BSC kỳ vọng tuy giá cước vẫn đang ở mức nền cao, VHC có thể giảm bớt ảnh hưởng bằng việc tăng tỷ trọng đơn hàng FOB.

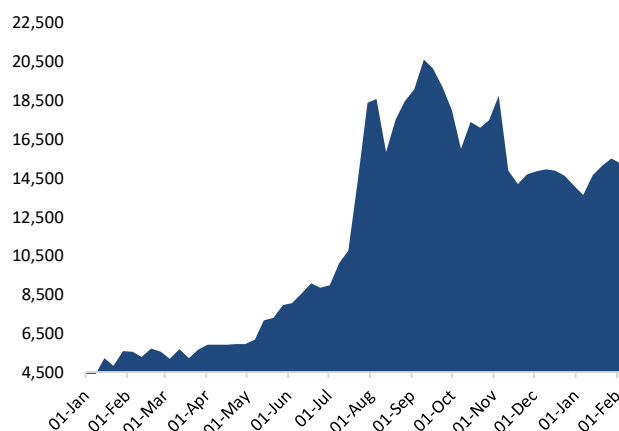
- + Giá cước trung bình chuyển từ Đông Nam Á đến Tây Mỹ đạt 15,834 USD/40ft (-3% QoQ) (+275% YTD).
- + Giá cước trung bình chuyển từ Đông Nam Á đến Bắc Âu đạt 14,394 USD/40ft (+6% QoQ) (+143% YTD).

Trong năm 2022, BSC kỳ vọng cước phí tàu không tăng đột biến dựa trên kỳ vọng (i) hoạt động sản xuất của thế giới dần quay trở lại mức bình thường, làm giảm chênh lệch cung cầu (ii) Mức nền cao của năm 2021 (iii) VHC tăng tỷ trọng đơn hàng FOB (không chịu chi phí vận tải) để giảm thiểu ảnh hưởng tiêu cực từ cước phí cao.

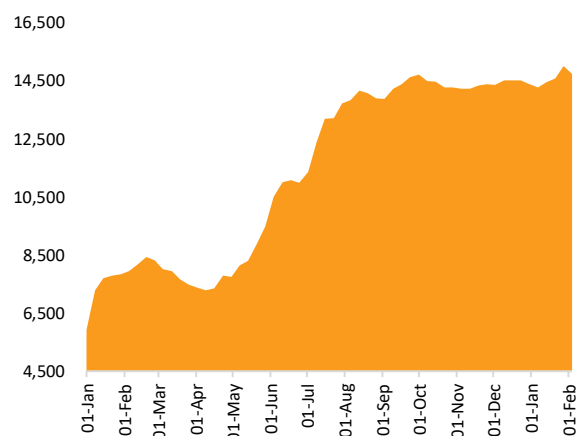
	Base case	Worst case
Giả định: Giá cước tàu	Đi ngang từ mức hiện tại	Quay trở lại mức đỉnh trong Q2.2021
Biên chi phí bán hàng	3.5%	4.3%
Lợi nhuận sau thuế	1,488	1,400

Giá cá nguyên liệu và giá cá giống hiện tại đang có xu hướng tăng, BSC cho rằng giá cá đầu vào đang phản ánh lại nhu cầu thu mua từ nhà máy khả quan (khi đơn hàng xuất khẩu tốt) trong khi nguồn cung chưa khôi phục kịp sau thời gian giãn cách.

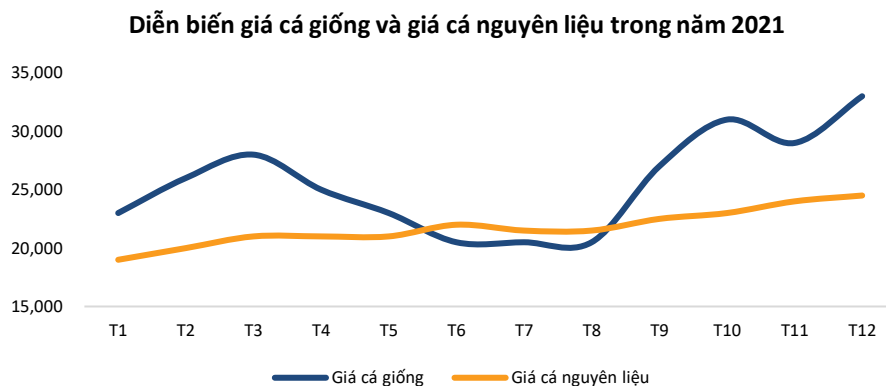
Giá đơn cước từ DNA đến Mỹ



Giá đơn cước từ DNA đến Châu Âu



Nguồn: FBX



Nguồn: BSC tổng hợp

III. Dự phóng và định giá

Năm 2022, BSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận so với báo cáo trước ([Link](#)) thêm +8% do (i) Tăng biên gộp lên 20.5% (sv 20%) và (ii) giảm biên chi phí bán hàng xuống 3.5% (sv 4%).

+ Cơ cấu doanh thu: Cá tra fillet tiếp tục chiếm tỷ trọng chính (~76%) với doanh thu bán thành phẩm đạt 8,744 tỷ (+34% YoY); doanh thu phụ phẩm đạt 1,753 tỷ (+3% 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 thuần	7,867	7,037	9,054	11,565
Tăng trưởng	-15.1%	-10.5%	28.7%	28.8%
Cá tra				8,786
Phụ phẩm				1,753
Giá vốn hàng bán	(6,334)	(6,036)	(7,302)	(9,195)
Lợi nhuận gộp	1,533	1,001	1,752	2,369
Biên LNG	19.4%	14.2%	19.4%	20.5%
Chi phí bán hàng	(252)	(171)	(344)	(405)
Biên Chi phí bán hàng	3.2%	2.4%	3.8%	3.5%
Chi phí quản lý Dn	(149)	(147)	(212)	(243)
Biên Chi phí quản lý Dn	1.9%	2.1%	2.3%	2.1%
Lợi nhuận trước thuế	1,309	791	1,288	1,751
Lợi nhuận sau thuế	1,180	705	1,110	1,488
EPS	12,573	3,953	6,052	8,091

Nguồn: BSC Research

+ Phương pháp PE: BSC nâng mức P/E mục tiêu cho VHC lên 13 từ 11.5 với kỳ vọng (i) chu kỳ tăng của ngành cá tra kéo dài đến năm 2022 và (ii) điều chỉnh dự phóng kinh doanh cho năm 2022 (doanh thu + 28% YoY, lợi nhuận sau thuế + 36% YoY).

Phương pháp PE	2020	2021	2022
EPS	3,953	6,052	8,091
PE			13
Giá trị hợp lý			105,200

+ Phương pháp Chiết khấu dòng tiền:

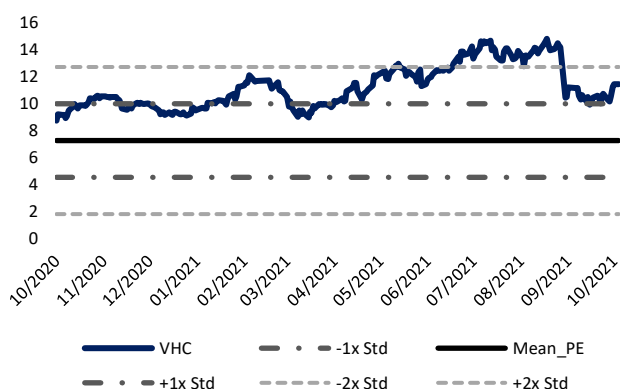
Chi phí vốn bình quân	
Rf	6%
Beta	0.9
Ke	13.8%
Kd	8%
E/A	60%
Thuế	20%
WACC	10.4%
g	4%

	2021	2022F	Terminal
Dòng tiền tự do của công ty	585	672	13,403
Tổng giá trị doanh nghiệp	15,482		
Nợ	1,174		
Vốn chủ sở hữu	14,307		
Số lượng cổ phiếu	183,376,956		
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	78,000		

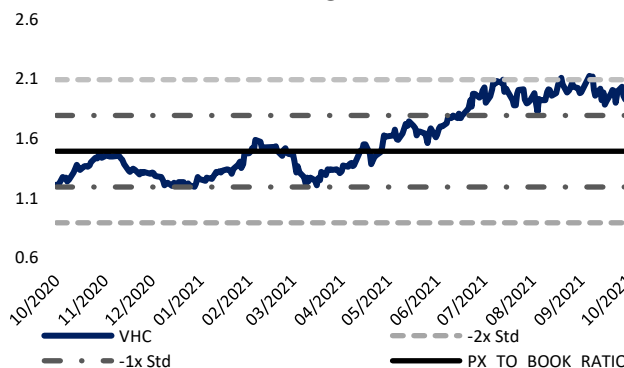
	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	78,000	50%	39,000
P/E	105,000	50%	52,500
		Giá mục tiêu	91,600
		Giá hiện tại	68,700
		Upside	33%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với **giá mục tiêu là 91,600 VND/cp** cho năm 2022 theo hai phương pháp P/E và FCFF với tỷ trọng 50%/50%, tăng 33% so với giá đóng cửa ngày 11/02/2022.

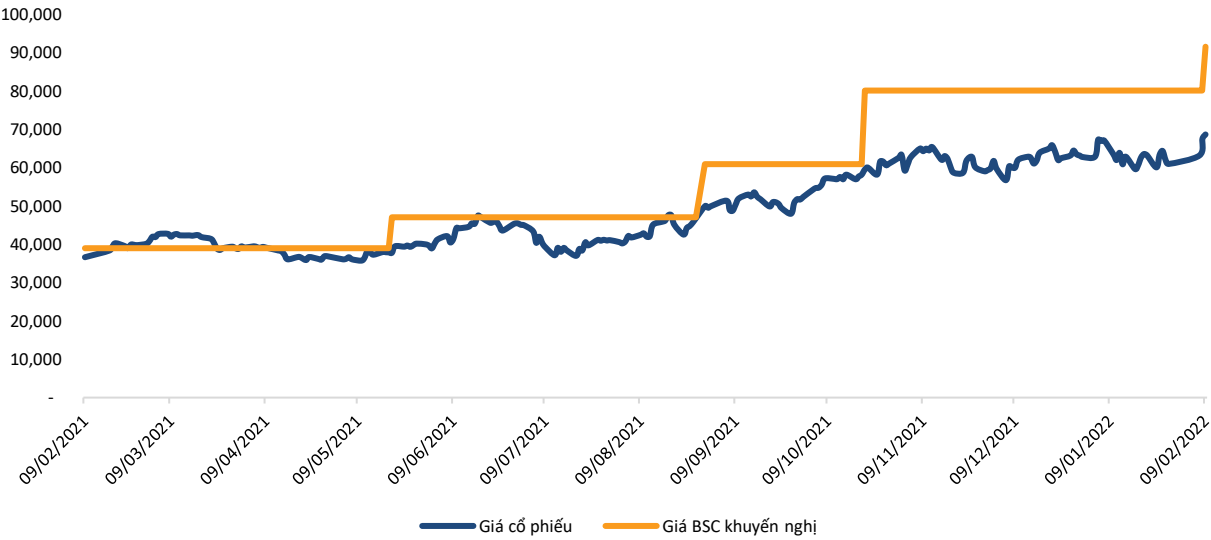
VHC PE



VHC PB



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



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	7,867	7,037	9,054	11,565
Giá vốn hàng bán	-6,334	-6,036	-7,302	-9,195
Lợi nhuận gộp	1,533	1,001	1,752	2,369
Chi phí bán hàng	-252	-171	-344	-281
Chi phí QLDN	-149	-47	-212	-204
Lãi/lỗ HĐKD	1,308	808	1,289	1,750
Doanh thu tài chính	251	233	201	116
Chi phí tài chính	-90	-107	-107	-107
Chi phí lãi vay	-59	-38	-35	-107
Lợi nhuận từ CTLD/LK	14	0	0	0
Lãi/lỗ khác	1	17	-2	0
Lợi nhuận trước thuế	1,309	791	1,287	1,750
Thuế thu nhập DN	-130	-86	-177	-262
LN sau thuế	1,179	704	1,110	1,488
CĐTS	0	0	9	4
LNST - CĐTS	1,179	704	1,101	1,483
EPS	12,559	3,874	6,052	8,091

CĐKT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
Tiền và tương đương tiền	86	40	195	242
Đầu tư ngắn hạn	1,492	1,364	1,271	1,491
Phải thu ngắn hạn	1,516	1,698	2,134	2,021
Tồn kho	1,414	1,498	1,790	1,860
TS ngắn hạn khác	103	123	150	150
TS ngắn hạn	4,611	4,726	5,541	5,518
TS hữu hình	1,504	1,807	2,069	2,201
TS dở dang dài hạn	335	383	556	492
ĐT dài hạn	1	62	66	62
TS dài hạn khác	154	209	499	499
TS dài hạn	2,001	2,465	3,193	3,524
Tổng TS	6,612	7,191	8,734	9,042
Khoản phải trả	282	325	336	261
Vay ngắn hạn	866	1,105	1,723	1,524
Nợ ngắn hạn khác	218	127	161	200
Tổng Nợ ngắn hạn	1,716	1,944	2,667	2,214
Vay dài hạn	0	69	168	170
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng Nợ dài hạn	19	86	184	86
Tổng Nợ	1,735	2,030	2,852	2,470
Vốn góp	1,834	1,834	1,834	1,834
Thặng dư vốn cổ phần	224	224	224	224
LN chưa phân phối	2,931	3,213	3,833	4,523
Vốn chủ khác	0	0	0	0
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng Vốn chủ sở hữu	4,991	5,161	5,882	6,572
Tổng nguồn vốn	6,612	7,191	7,191	9,042
Số lượng cổ phiếu lưu hành	183.3	183.3	183.3	183.3

LCTT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
(Lỗ)/LNST	1,309	791	1,287	1,750
Khấu hao và phân bổ	165	200	285	310
Thay đổi vốn lưu động	591	-216	-836	-860
Điều chỉnh khác	-	-	-	-
LCTT từ HĐ KD	1,489	420	640	810
Tiền chi mua TSCĐ	-378	-605	-605	-650
Đầu tư khác	-365	0	0	0
LCTT từ HĐ Đầu tư	-743	310	-856	-570
Tiền chi trả cổ tức	-185	-363	-358	-366
Tiền từ vay ròng	-403	309	665	140
Tiền thu khác	-	-	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	-703	-55	370	-198
Dòng tiền đầu kỳ	43	86	154	195
Dòng tiền cuối kỳ	86	154	195	242

Chỉ số(%)	2019	2020	2021	2022F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	2.69	2.43	2.43	2.82
Hố TT nhanh	1.80	1.80	1.80	1.95
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTTS	26%	28%	28%	26%
Hố Nợ/VCSH	36%	39%	39%	35%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	80.4	88.1	88.1	78.4
Số ngày phải thu	77.6	69.9	69.9	67.2
Số ngày phải trả	16.0	18.4	18.4	17.6
CCC	142.0	139.5	139.5	128
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	19.5%	14.2%	14.2%	16.5%
Lợi nhuận LNST	15.0%	10.0%	10.0%	10.4%
ROE	26.5%	14.0%	14.0%	15.9%
ROA	18.3%	10.2%	10.2%	12.3%
Định Giá				
PE	6.1	10.4	10.4	10.2
PB	2.2	1.4	1.4	1.3
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-15.6%	-10.5%	-10.5%	18.9%
Tăng trưởng LNNT	-23.3%	-39.6%	-39.6%	27.3%
Tăng trưởng EPS	-19.4%	-69.2	-69.2	27.3%

Nguồn: BSC Research.

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>

