

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

Khuyến nghị

MUA

CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC) Sau cơn mưa trời lại sáng

Giá hiện tại:	62,500	Ngày viết báo cáo:	29/10/2021	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây	61,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	182	Trương Thị Lệ Khanh	43.1%
Giá mục tiêu mới:	80,100	Vốn hóa (tỷ đồng)	10,916	Mitsubishi Corporation	6.5%
Tỷ suất cổ tức	0%	Thanh khoản bình quân 10 phiên:	1,536,910	Quỹ Đầu tư Việt Nam	4.9%
Tiềm năng tăng giá	26%	Sở hữu nước ngoài	25.79%	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:

Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn
Giá khuyến nghị: N/A
Giá cắt lỗ: 58,500

Định giá

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu mới cho năm 2022 là 80,100 VND (+28% so với mức giá ngày 28/10/2021) sau khi điều chỉnh (i) tăng dự báo lợi nhuận năm 2021 và 2022 (+25% và +26% so với dự báo trước) (ii) tăng mức P/E mục tiêu từ 10.5 lên 11.5.

Dự báo kết quả kinh doanh

- Năm 2021, BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 8,977 tỷ (+28% YoY) và 1,030 tỷ (+46% YoY). EPS 2021 là 5,602 VND, tương đương với P/E fw là 10.9.
- Năm 2022, BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 11,523 tỷ (+28% YoY) và 1,373 tỷ (+34% YoY). EPS 2022 là 7,488, tương đương với P/E fw là 8.1.

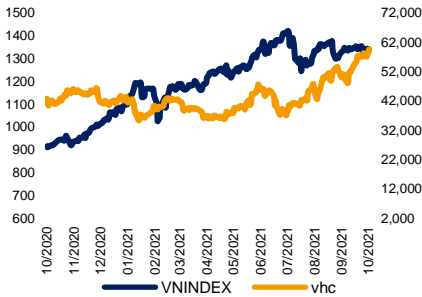
Rủi ro

- 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

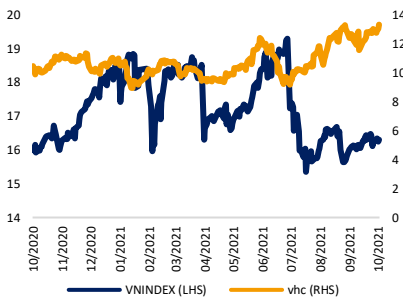
Cập nhật doanh nghiệp

- Kết quả kinh doanh quý 3 cho thấy sự tăng trưởng bất ngờ về doanh thu và lợi nhuận.** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2,230 tỷ (+24% YoY) và 255 tỷ (+46% YoY). Lũy kế 9 tháng, VHC hoàn thành 74% và 93% kế hoạch kinh doanh.
- 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 1,502 tỷ (+26% YoY) và doanh thu Collagen và Gelatin đạt 166 tỷ (+26% YoY).
- Lợi nhuận tăng trưởng nhanh hơn doanh thu** do biên gộp tăng mạnh lên mức 18.3% so với mức biên 12.7% cùng kỳ nhờ giá bán trung bình tăng (BSC ước tính tăng 20% YoY). Chi phí vận chuyển vẫn tăng mạnh +76% YoY nhưng đã hạ nhiệt so với quý 2 (từ 80 tỷ giảm còn 53 tỷ).

Bảng so sánh giá VHC và VN- Index



Bảng so sánh P/E VHC và VN index



	2020	2021	Peer	VN-Index	2019	2020	2021F	2022F	
PE (x)	10.4	13.7	13.7	16.8	Doanh thu	7,867	7,037	8,977	11,523
PB (x)	1.4	1.9	1.2	2.4	Lợi nhuận gộp	1,533	1,001	1,637	2,299
PS (x)	1.0	1.4	0.7	2.0	Lợi nhuận sau thuế	1,179	704	1,030	1,373
ROE (%)	14.0%	13.8%	5.7%	15.0%	EPS	12,559	3,874	5,602	7,488
ROA (%)	10.2%	9.9%	1.3%	2.4%	Tăng trưởng EPS	-19%	-69%	44%	34%
					Nợ/ VCSH	36%	69%	35%	36%

I. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 3

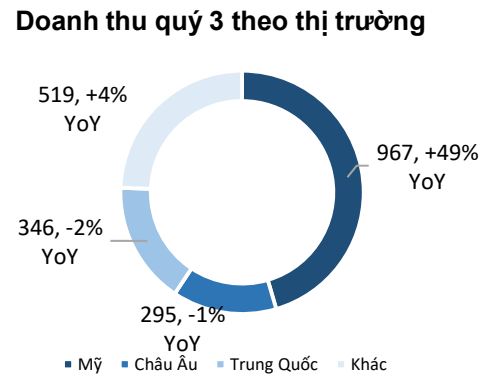
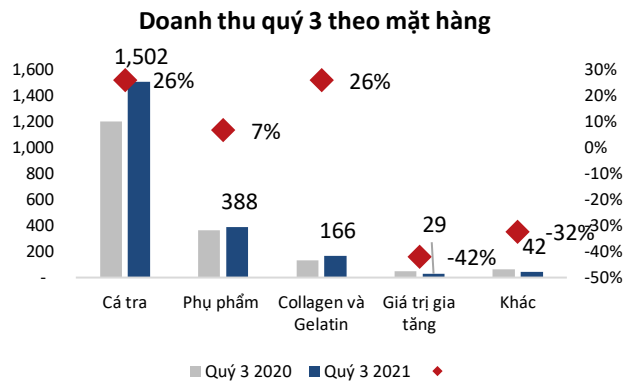
Kết quả kinh doanh quý 3 của VHC cho thấy sự tăng trưởng bất ngờ về doanh thu và lợi nhuận, đặc biệt trong bối cảnh quý 3 là một quý khó khăn đối với ngành cá tra. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2,230 tỷ (+24% YoY) và 255 tỷ (+46% YoY), tương đương hoàn thành 74% và 93% kế hoạch năm 2021 sau 3 quý.

Doanh thu tăng trưởng tích cực nhờ hai nhóm sản phẩm chính đều tăng mạnh trở lại: Cá tra (+26% YoY) và Collagen/Gelatin (+26% YoY).

+ Đối với sản phẩm cá tra, mặc dù công suất nhà máy trong quý 3 về mức 60% công suất, nhu cầu tại thị trường Mỹ khởi sắc trở lại và Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp cá tra duy nhất hoạt động tại Cao Lãnh (thủ phủ cá tra của Việt Nam) khiến cho công ty xuất khẩu với giá bán tốt (**BSC tìm hiểu giá bán trung bình + 20% YoY trong quý 3**).

+ Đối với Collagen và Gelatin, sau một thời gian chững lại do ảnh hưởng của dịch bệnh và giá cước vận tải cao, doanh thu xuất khẩu của Collagen và Gelatin đã tăng trưởng trên mức 20%. VHC cho biết dây chuyền số 2 đã đi vào hoạt động và tập trung chủ yếu vào sản phẩm Gelatin (có mức giá thấp hơn Collagen).

Về thị trường xuất khẩu, Mỹ là điểm sáng nổi bật trong quý 3 với doanh thu đạt 967 tỷ, tăng 49% so với cùng kỳ. Việc các doanh nghiệp khác không hoạt động trong thời gian giãn cách khiến các đơn hàng đổ về VHC khả quan cùng với mức giá bán tăng cao. Cơ cấu thị trường không có nhiều thay đổi khi Mỹ tiếp tục là thị trường lớn nhất với Vĩnh Hoàn, chiếm 43% doanh thu. Tỷ trọng của Trung Quốc và Châu Âu lần lượt là 15% và 13%.



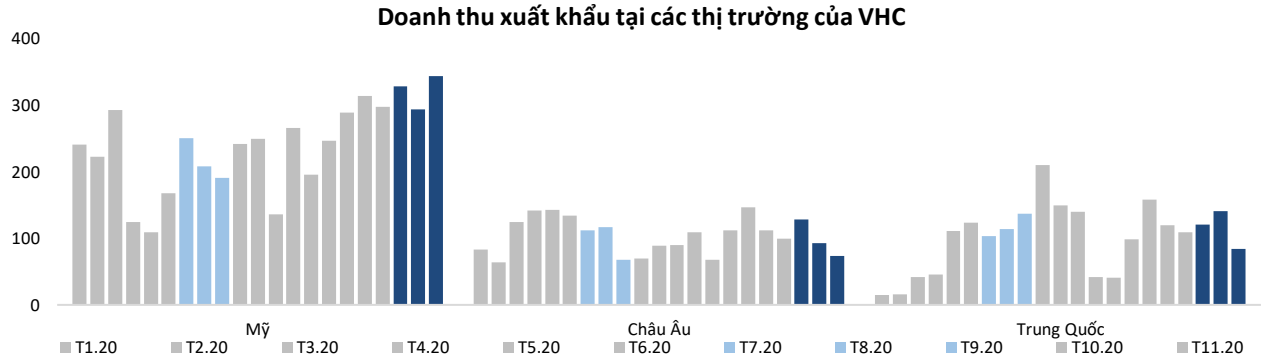
Nguồn: VHC

Trái ngược với diễn biến của quý 2, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao hơn rất nhiều so với doanh thu vì:

+ Biên lợi nhuận gộp quý 3 tăng mạnh lên mức 18.3% so với mức biên 12.7% cùng kỳ nhờ giá bán trung bình tăng (BSC ước tính tăng 20% YoY).

+ Mặc dù chi phí vận chuyển, lưu kho tiếp tục tăng mạnh 76% YoY do cước phí vận tải tăng cao, chi phí này đã hạ nhiệt so với quý 2 năm 2021 (từ 80 tỷ trong quý 2 còn 53 tỷ trong quý 3) nhờ (i) VHC tăng tỷ trọng đơn hàng xuất khẩu sang FOB (không phải chịu chi phí vận tải).

Triển vọng kinh doanh quý 4. BSC nâng quan điểm **KHẢ QUAN** đối với triển vọng kinh doanh quý 4 của VHC dựa trên kỳ vọng (i) nhu cầu xuất khẩu tại Mỹ và Trung Quốc tiếp tục khả quan giúp giá bán vẫn còn đà tăng (ii) hoạt động sản xuất kinh doanh được hồi phục do dỡ lệnh giãn cách (iii) Vĩnh Hoàn vẫn được hưởng lợi trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp thủy sản rút lui khỏi ngành tạo khoản trống phát triển (iv) Giá nguyên vật liệu và cước phí tiếp tục hạ nhiệt.



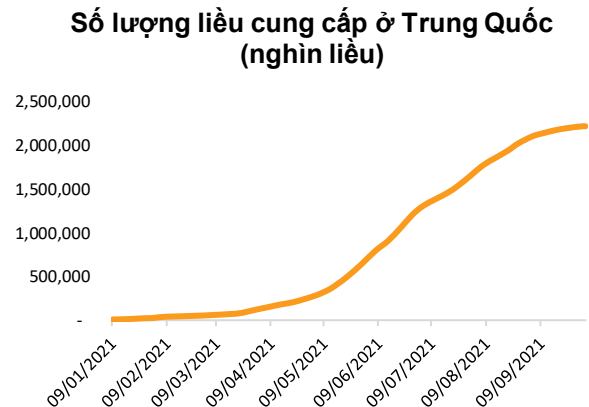
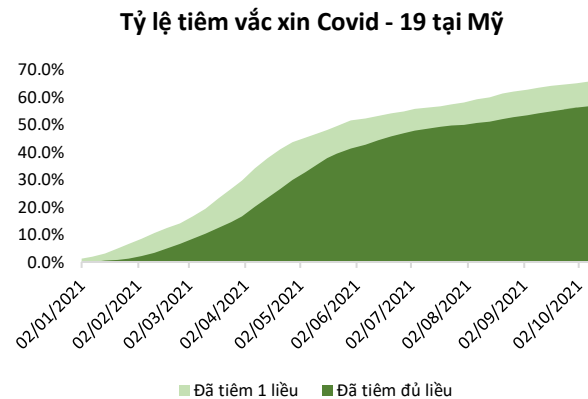
Nguồn: VHC

II. Triển vọng kinh doanh năm 2022

So với quan điểm trong báo cáo trước ([Link](#)), BSC tiếp tục giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với triển vọng của VHC và ngành cá tra trong năm 2022. Đặc biệt, (i) thị trường Mỹ đang tốt hơn so với BSC kỳ vọng ở báo cáo trước với mức giá bán tiếp tục đà tăng. Đồng thời, (ii) thị trường Trung Quốc cũng có những dấu hiệu tích cực ban đầu khi việc xuất khẩu đang tích cực trở lại.

1) Ngành cá tra tăng trưởng mạnh sau thời gian dài bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh

BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu khả quan trong năm 2022 nhờ tỷ lệ tiêm vắc xin cao. Các thị trường xuất khẩu chính của cá tra (Mỹ, Trung Quốc, EU,...) đều đã có tỷ lệ người dân được tiêm vắc xin khá cao (>60% dân số), thậm chí, một số nước đã tiêm thêm mũi tăng cường. Việc tiêm vắc xin kỳ vọng duy trì mở cửa kinh tế, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thủy sản khi hơn 60% sản lượng thủy sản được tiêu thụ qua kênh dịch vụ (nhà hàng, khách sạn).



Nguồn: Our World in Data

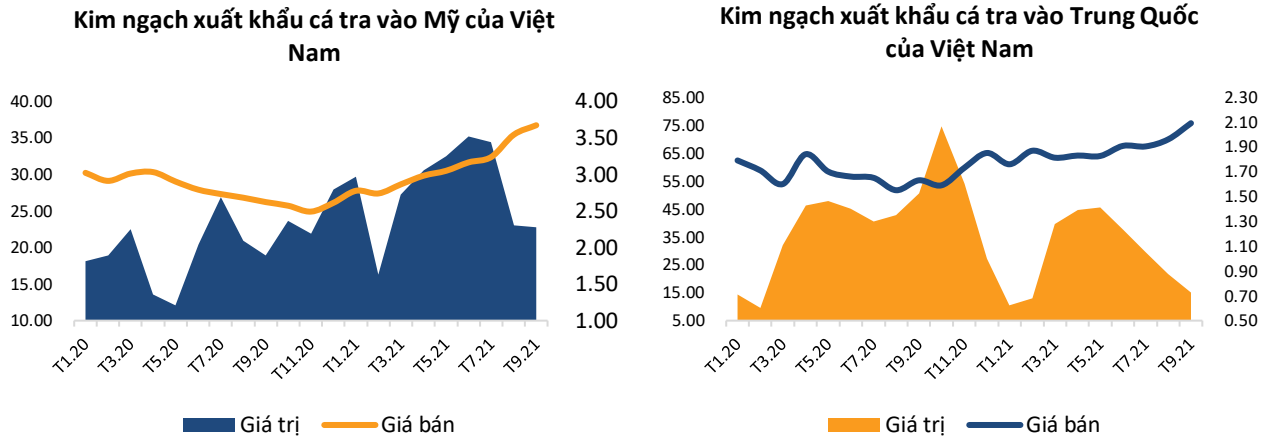
Với kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ khả quan, **hai thị trường xuất khẩu chính (Mỹ và Trung Quốc) đang cho thấy các tín hiệu tích cực.**

+ Thị trường Mỹ: Tính đến ngày 20/10, xuất khẩu cá tra sang Mỹ đạt 274 triệu USD, tăng trưởng 47% so với cùng kỳ. Sau thời gian dài (1 năm rưỡi) bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh, nhu cầu tiêu thụ cá tra của Mỹ đang quay trở lại với giá bán trên đà tăng từ tháng 3 năm 2021 (từ 2.86 USD/kg lên 3.75 USD/kg). Các đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ vẫn đang rất khả quan, điều này giúp Vĩnh Hoàn được hưởng lợi lớn khi các đối thủ tại Mỹ (vd: Biển Đông) cần thời gian để có thể quay lại mức sản xuất ban đầu.

+ Thị trường Trung Quốc: Tính đến ngày 20/10, xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc đạt 271 triệu USD, giảm 27% so với cùng kỳ. Sau khoảng 5 tháng từ khi cá tra bị siết chặt do phát hiện mẫu virus Covid – 19 trên bao bì thủy sản nhập khẩu, việc xuất khẩu đã có tín hiệu khởi sắc trở lại với mức giá bán bắt đầu tăng mạnh trong

tháng 9 lên 1.96 USD/kg (+7% MoM). Việc thị trường Trung Quốc dần tích cực là tín hiệu khả quan do đây là thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam.

BSC kỳ vọng khi hai thị trường chính (Mỹ với Trung Quốc) tăng cường nhập khẩu cá tra Việt Nam, bức tranh ngành cá tra phục hồi mạnh. Doanh nghiệp cá tra sẽ được hưởng lợi với mức tăng của cả giá bán và sản lượng.



Nguồn: BSC tổng hợp

Bảng Mức giá xuất khẩu cá tra toàn ngành đến một số thị trường xuất khẩu chính

Đv: USD/kg	Giá trung bình quý 1	Giá trung bình quý 2	Giá trung bình quý 3	Giá trung bình tháng 10*	%YoY	%MoM
Mỹ	2.80	3.07	3.44	3.75	46%	2%
Trung Quốc	1.81	1.85	1.96	2.11	33%	1%
EU	2.52	2.41	2.47			
Mexico	1.69	1.74	2.03	2.14	27%	-4%
Brazil	2.19	2.23	2.43	2.64	39%	5%
Toàn ngành	1.97	2.05	2.22	2.37	36%	3%

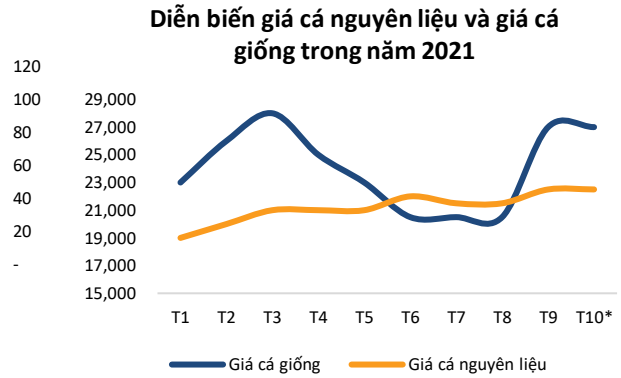
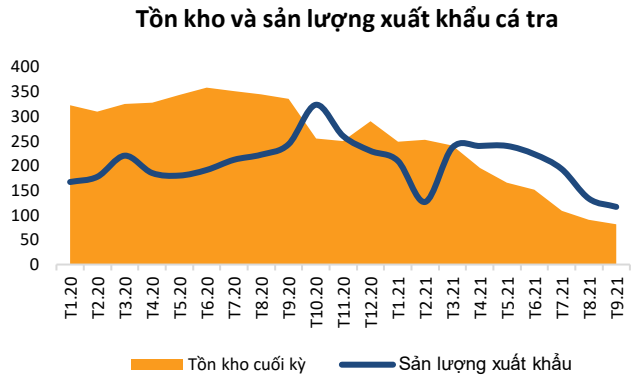
*: Dữ liệu đến từ ngày 1/10 – 20/10

Nguồn: Agromonitor

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 tiếp tục xu hướng giảm của năm 2021 và đang ở mức thấp nhất trong 2 năm trở lại đây, đạt mức 81 nghìn tấn cá nguyên liệu (~ 65 nghìn tấn cá thành phẩm), tương đương với 1 tháng sản lượng xuất khẩu trước giãn cách. 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.

Ngoài ra, giá cá nguyên liệu và giá cá giống hiện tại đang có xu hướng tăng nhẹ, 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.



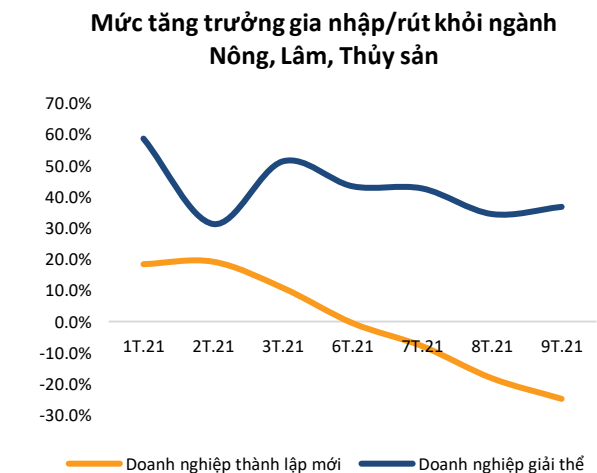
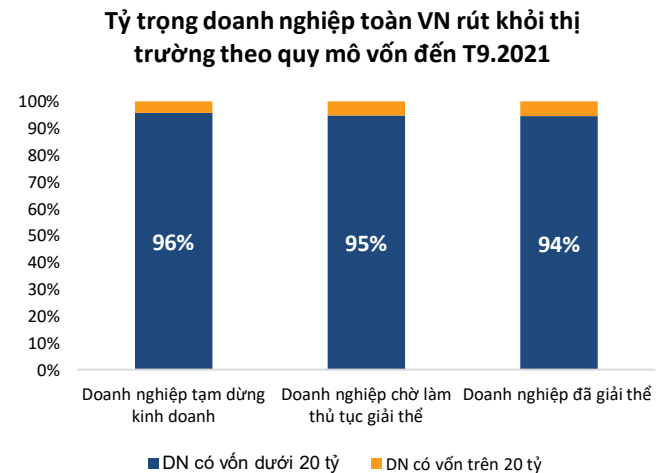
*: Dữ liệu đến từ ngày 1/10 – 20/10

Nguồn: BSC tổng hợp

2) Vĩnh Hoàn phục hồi với nhiều yếu tố tích cực: Doanh nghiệp đầu ngành vượt qua giai đoạn khó khăn của ngành từ mức nền kinh doanh thấp. Đồng thời, năm 2022 cũng là năm đánh dấu Vĩnh Hoàn đẩy mạnh các dự án đầu tư với chiến lược phát triển hệ sinh thái mới.

Sau thời gian dài bị ảnh hưởng bởi Covid – 19 và đỉnh điểm là giãn cách xã hội trong quý 3 vừa rồi, Tổng cục Thủy sản cho biết đến đầu tháng 9/2021 đã có 176/449 cơ sở chế biến cá tra ngừng sản xuất (~39,2%) do không đáp ứng được gánh nặng chi phí và điều kiện “3 tại chỗ”, 49% nhà máy chế biến cá tra tại 5 tỉnh An Giang, Đồng Tháp, Cần Thơ, Hậu Giang và Vĩnh Long phải tạm dừng hoạt động. Ngay cả sau khi kết thúc giãn cách xã hội, chỉ có 30 – 40% doanh nghiệp có đủ năng lực phục hồi, số doanh nghiệp còn lại rất khó hoặc cần thời gian dài để khôi phục lại hoạt động sản xuất theo dự đoán của VASEP.

BSC cho rằng thủy sản có số lượng doanh nghiệp nhiều, đặc biệt nhóm doanh nghiệp nhỏ (1,933 doanh nghiệp với số vốn bình quân là 18 tỷ/doanh nghiệp). Nhóm các doanh nghiệp nhỏ (vốn dưới 20 tỷ) sẽ bị ảnh hưởng nặng nề nhất và cũng chiếm tỷ trọng cao nhất số lượng doanh nghiệp giải thể.



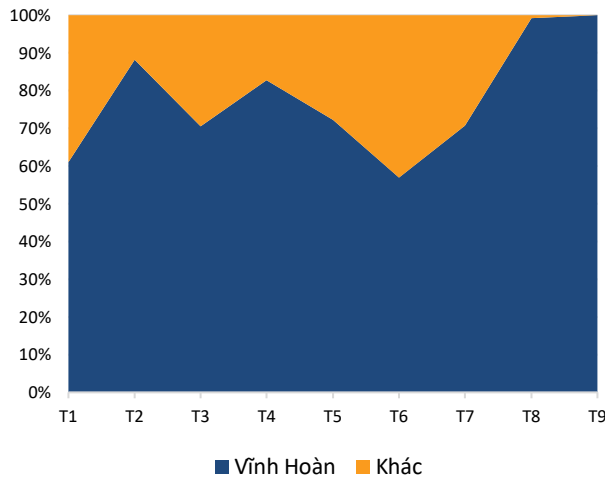
Nguồn: Cục quản lý kinh doanh

Với việc một nhóm doanh nghiệp thủy sản dự kiến rút lui khỏi ngành ngay cả khi kết thúc lệnh giãn cách, các doanh nghiệp đầu ngành như Vĩnh Hoàn sẽ được hưởng lợi khi mức độ cạnh tranh giảm xuống và tận dụng khoảng trống thị trường. Đồng thời, với tài chính lành mạnh (giá trị tiền mặt đủ trả nợ vay ngân hàng), Vĩnh Hoàn có một vị thế vững chắc khi quay trở lại sản xuất.

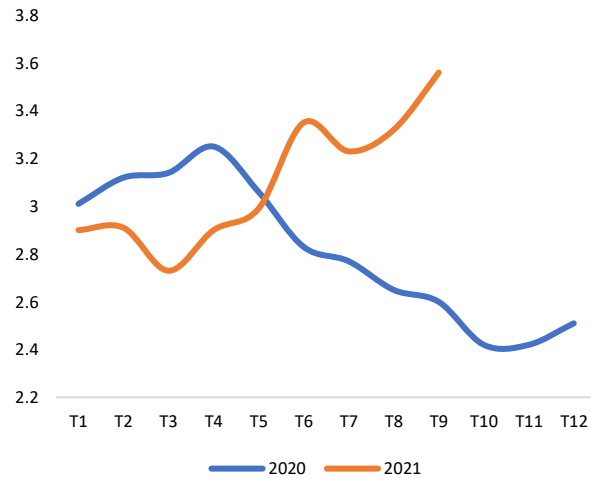
Lợi thế này VHC đã được thấy ngay trong quý 3 (khi Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp duy nhất hoạt động ở Cao Lãnh và thị phần xuất khẩu vào Mỹ tháng 8, tháng 9 lên tới 100%). **BSC kỳ vọng công ty vẫn sẽ được hưởng lợi trong quý 4 năm 2021 và kéo dài sang năm 2022, mặc dù thị phần sẽ giảm từ mức đỉnh của quý 3 khi một số doanh nghiệp lớn quay trở lại sản xuất.**

Đồng thời, với kỳ vọng Vĩnh Hoàn hưởng lợi khi hai thị trường xuất khẩu chính (Mỹ và Trung Quốc) khả quan trong năm 2022 và công ty ghi nhận mức nền kinh doanh thấp trong 6 tháng đầu năm 2021, BSC tiếp tục kỳ vọng hoạt động kinh doanh và tốc độ tăng trưởng của công ty hồi phục mạnh trong năm 2022.

Thị phần tại Mỹ của VHC trong năm 2021



Giá xuất khẩu trung bình của VHC



Nguồn: BSC tổng hợp

Năm 2022 kỳ vọng là năm Vĩnh Hoàn đẩy mạnh đầu tư phát triển hệ sinh thái, giảm dần ảnh hưởng biến động của xuất khẩu cá tra, mục tiêu Vĩnh Hoàn không chỉ là doanh nghiệp đầu ngành nuôi trồng thủy sản nói riêng mà cả nông nghiệp nói chung.

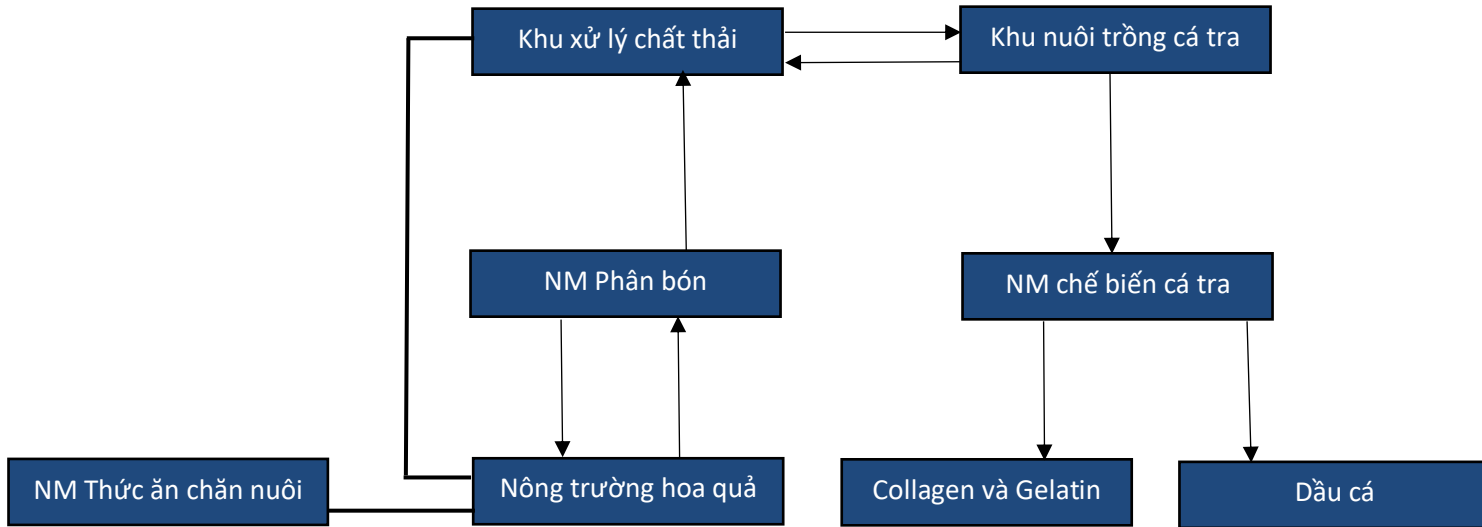
Chiến lược này được triển khai trên hai hướng chính:

(i) Vĩnh Hoàn đầu tư vào các công ty con thuộc lĩnh vực nông nghiệp:

STT	Doanh nghiệp	Ngành nghề	Giá trị góp vốn (tỷ)	Tỷ lệ nắm giữ (%)
1	CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang	Bánh phồng tôm	348	51%
2	CT TNHH Nông sản Thực phẩm Thành Ngọc	Chế biến và bảo quản rau quả	70	70%
3	Vinh Technology (gián tiếp sở hữu Avant Meats)	Protein từ cá	3.5	100%

(ii) Vĩnh Hoàn tiếp tục đầu tư sâu vào chuỗi giá trị cá tra: trại giống (cung cấp nguồn cá giống và nghiên cứu tăng khả năng sống của cá giống), vùng nuôi (tăng tỷ lệ tự chủ nguồn cá nguyên liệu), nhà máy thức ăn chăn nuôi (cung cấp thức ăn cho nuôi trồng cá tra).

STT	Dự án	Công suất	Vốn đầu tư (tỷ)	Tiến độ
1	Nhà máy thức ăn chăn nuôi	350,000 tấn/năm	500	Khởi công Q4/2021
2	Trại giống và vùng nuôi		700	Năm 2022
3	Vùng trồng cây ăn quả		150	Năm 2022



Nguồn: VHC

BSC cho rằng các dự án đầu tư vào công ty con trong ngắn hạn chưa có đóng góp đáng kể đến kết quả kinh doanh của Vĩnh Hoàn. Việc Vĩnh Hoàn đưa người vào bộ máy sản xuất, tiếp quản hoạt động kinh doanh và kết hợp với các lợi thế sẵn có của Vĩnh Hoàn sẽ mất thời gian từ 2 – 3 năm để có thể có ảnh hưởng cụ thể. Ngược lại, các dự án đầu tư: nhà máy phân bón, trại giống và vùng nuôi sẽ có ảnh hưởng đáng kể trong chuỗi giá trị sau khi đưa vào hoạt động.

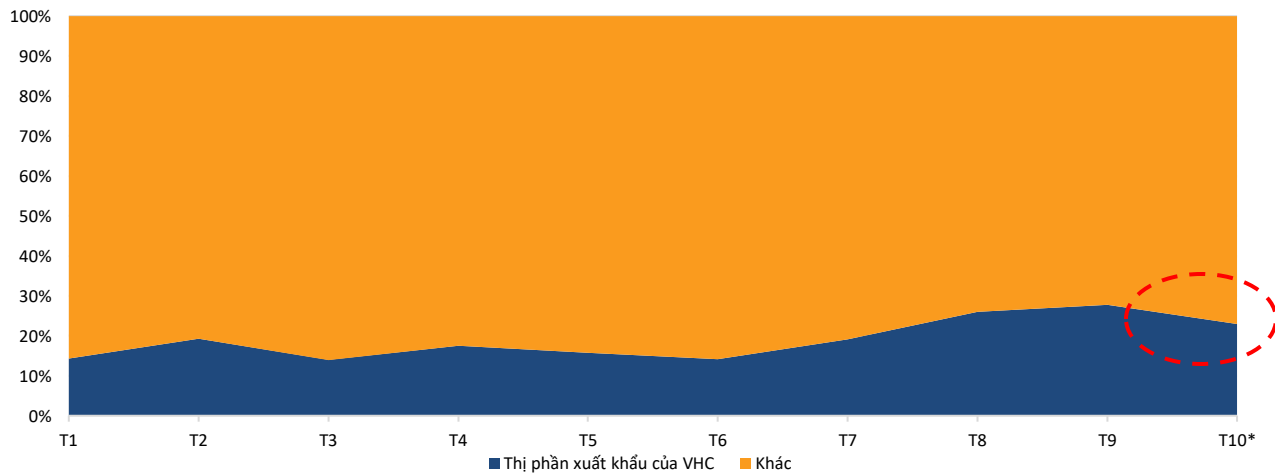
III. Rủi ro

(i) Các doanh nghiệp quay trở lại sản xuất khiến thị phần giảm từ mức đỉnh của quý 3 năm 2021

BSC cho rằng trong quý 3 năm 2021, VHC đã được hưởng lợi lớn khi là doanh nghiệp cá tra duy nhất duy trì được hoạt động tại Cao Lãnh, Đồng Tháp (thủ phủ cá tra tại Việt Nam), giúp cho kết quả kinh doanh quý 3 vô cùng ấn tượng.

BSC kỳ vọng lợi thế này sẽ tiếp tục được duy trì trong quý 4 năm 2021 và năm 2022. Tuy nhiên, việc dịch bệnh được kiểm soát cùng với việc các nhà máy cá tra dần quay trở lại hoạt động có thể khiến thị phần của VHC giảm từ mức đỉnh của quý 3 năm 2021 (dù một số doanh nghiệp rút khỏi ngành sẽ tạo khoảng trống thị trường).

Thị phần xuất khẩu của VHC trong năm 2021



Nguồn: BSC tổng hợp

*: Dữ liệu đến từ ngày 1/10 – 20/10

(ii) Giá cước phí tàu và giá nguyên liệu đầu vào (đậu tương) tăng đột biến

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. Tuy nhiên, BSC nhận thấy hai chi phí đầu vào hiện đang có dấu hiệu hạ nhiệt:

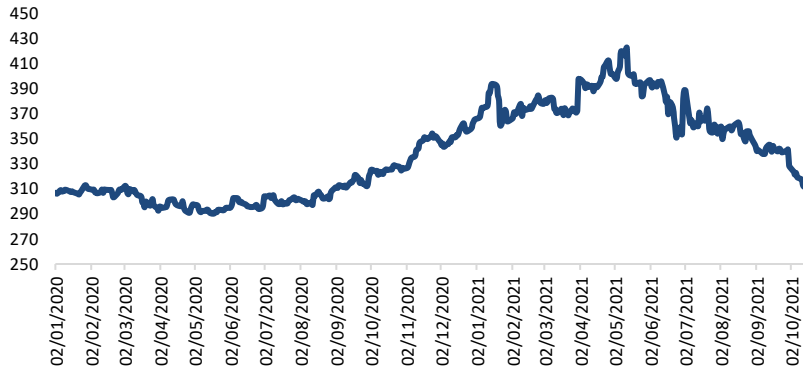
Giá đậu tương giao dịch quanh mức 325 USD/tấn, giảm 22% so với mức đỉnh hồi tháng 5 và tương đương với mức giá cùng kỳ tháng 10 năm 2020. Việc giá bã đậu nành giảm nhiệt là yếu tố tích cực đối với các doanh nghiệp cá tra khi chi phí thức ăn chiếm 70% giá thành sản xuất cá tra.

Giá cước vận tải có dấu hiệu hạ nhiệt tại tuyến Đông Nam Á – Tây Mỹ trong khi giá cước tuyến Đông Nam Á – Bắc Âu vẫn duy trì mức cao:

+ Giá cước trung bình chuyển từ Đông Nam Á đến Tây Mỹ đạt 17,069 USD/40ft (-13% MoM) (+304% YTD).

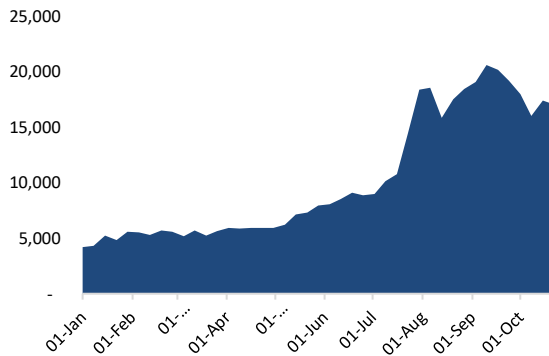
+ Giá cước trung bình chuyển từ Đông Nam Á đến Bắc Âu đạt 14,259 USD/40ft (+1% MoM) (+144% YTD).

Giá dầu tương thế giới

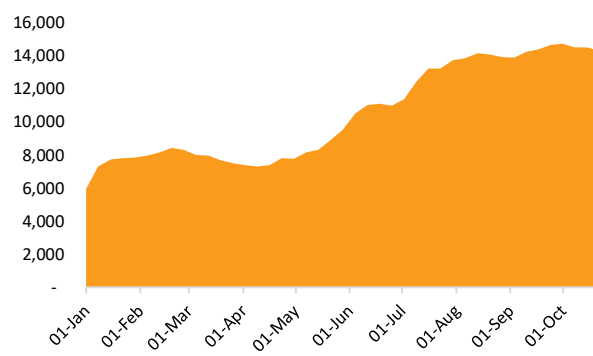


Nguồn: VHC

Giá đơn cước từ ĐNA đến Mỹ trong năm 2021 (USD/40ft)



Giá đơn cước từ ĐNA đến Châu Âu trong năm 2021 (USD/40ft)



Nguồn: FBX

Trong năm 2022, BSC kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào và 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.

III. Dự phóng và định giá

Do 6 tháng cuối năm 2021 có nhiều yếu tố ảnh hưởng tích cực (giá bán tại Mỹ tăng, các đối thủ không hoạt động trong gần cách), BSC điều chỉnh dự phóng hoạt động kinh doanh năm 2021: doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC đạt 8,977 tỷ (+28% YoY) và 1,030 tỷ (+46% YoY), tăng 3% và 25% so với dự phóng trước do điều chỉnh:

+ Tăng biên lợi nhuận gộp lên 18% do điều chỉnh tăng giá xuất khẩu đạt mức trung bình 3.4 USD cả năm 2021

+ Giảm chi phí vận chuyển, lưu kho xuống 314 tỷ so với 393 tỷ dự phóng trước với kỳ vọng VHC tăng tỷ trọng đơn hàng FOB nên quý 4 giảm thiểu ảnh hưởng tiêu cực do giá cước.

Năm 2022, BSC điều chỉnh tăng dự báo với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 11,523 tỷ (+28% YoY) và 1,377 tỷ (+34% YoY) dựa trên các giả định:

+ Cơ cấu doanh thu: Cá tra fillet tiếp tục chiếm tỷ trọng chính (~74%) với doanh thu bán thành phẩm đạt 8,744 tỷ (+34% YoY). Doanh thu hàng hóa đạt 1,390 tỷ (+20% YoY) và doanh thu phụ phẩm đạt 1,296 tỷ (-8% YoY).

+ Biên lợi nhuận gộp năm 2022 dự báo đạt 20.0%, tăng so với mức dự phóng 18.2% của năm 2021 nhờ (i) giá bán tăng tại các thị trường xuất khẩu: giá tại Mỹ tăng 13%, giá tại Trung Quốc tăng 10% so với mức giá dự phóng năm 2021.

+ Biên chi phí SG&A của VHC năm 2022 chiếm 6.1% doanh thu; giảm so với mức dự phóng 6.6% của năm 2021.

Bảng Dự phóng kết quả kinh doanh của VHC

Đv: tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	7,867	7,037	8,977	11,523
<i>Tăng trưởng</i>	-15.1%	-10.5%	27.6%	28.4%
Giá vốn hàng bán	(6,334)	(6,036)	(7,339)	(9,224)
Lợi nhuận gộp	1,533	1,001	1,637	2,299
<i>Biên LNG</i>	19.4%	14.2%	18.2%	20.0%
Chi phí bán hàng	(252)	(171)	(314)	(460)
<i>Biên Chi phí bán hàng</i>	3.2%	2.4%	3.5%	4.0%
Chi phí quản lý Dn	(149)	(147)	(191)	(242)
<i>Biên Chi phí quản lý Dn</i>	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%
Lợi nhuận trước thuế	1,309	791	1,212	1,620
Lợi nhuận sau thuế	1,180	705	1,030	1,377
EPS	12,573	3,953	5,602	7,488

Nguồn: BSC Research

+ Phương pháp PE: BSC nâng mức P/E mục tiêu cho VHC từ 10.5 lên 11.5 với kỳ vọng (i) chu kỳ lên 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 + 34% YoY).

Phương pháp PE	2020	2021	2022
EPS	3,953	5,602	7,488
PE		11.5	11.5
Giá trị hợp lý		64,400	86,100

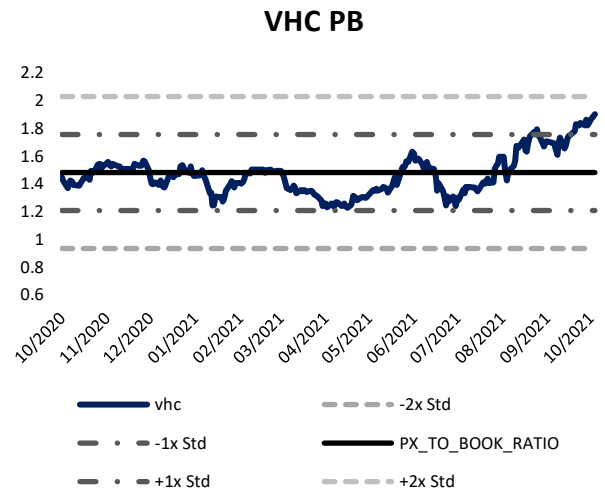
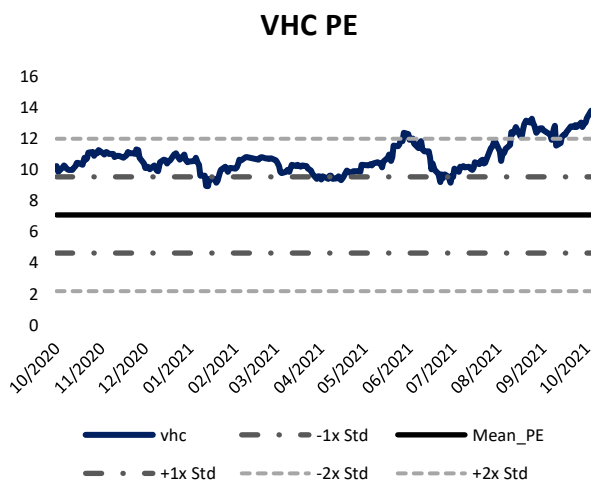
+ Phương pháp Chiết khấu dòng tiền:

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%

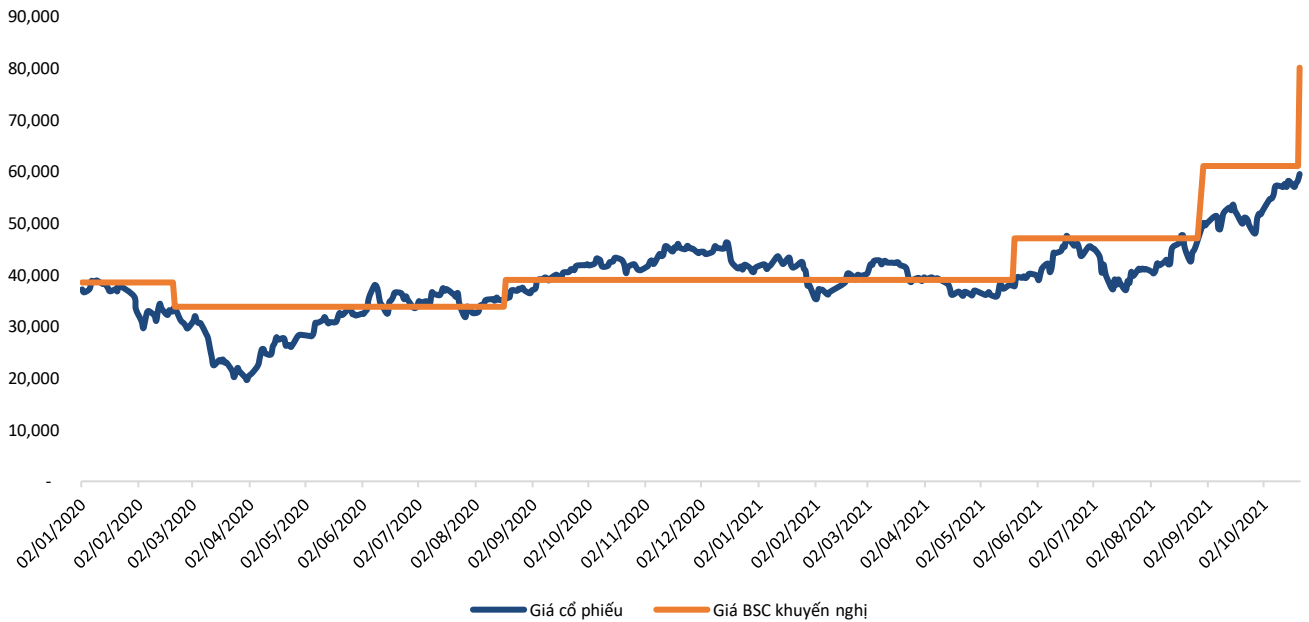
	2021F	2022F	Terminal
Dòng tiền tự do của công ty	308	443	13,057
Tổng giá trị doanh nghiệp	15,046		
Nợ	1,174		
Vốn chủ sở hữu	13,871		
Số lượng cổ phiếu	183,376,956		
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	75,700		

	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	75,700	60%	45,500
P/E	86,100	40%	34,600
		Giá mục tiêu	80,100
		Giá hiện tại	61,100
		Upside	32.0%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với **giá mục tiêu là 80,100 VND/cp** cho năm 2022 theo hai phương pháp P/E và FCFF với tỷ trọng 60%/40%, tăng 28% so với giá đóng cửa ngày 28/10/2021.



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



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu thuần	9,323	7,867	7,037	8,977
Giá vốn hàng bán	-7,281	-6,334	-6,036	-7,339
Lợi nhuận gộp	2,042	1,533	1,001	1,637
Chi phí bán hàng	-209	-252	-171	-314
Chi phí QLDN	-142	-149	-47	-191
Lãi/lỗ HĐKD	1,747	1,308	808	1,212
Doanh thu tài chính	148	251	233	163
Chi phí tài chính	-178	-90	-107	-93
Chi phí lãi vay	-56	-59	-38	-39
Lợi nhuận từ CTLD/LK	86	14	0	0
Lãi/lỗ khác	-39	1	17	0
Lợi nhuận trước thuế	1,708	1,309	791	1,212
Thuế thu nhập DN	-256	-130	-86	-145
LN sau thuế	1,452	1,179	704	1,030
CĐTS	0	0	0	0
LNST - CĐTS	1,452	1,179	704	1,027
EPS	15,585	12,559	3,874	5,602

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
Tiền và tương đương tiền	43	86	40	242
Đầu tư ngắn hạn	608	1,492	1,364	1,491
Phải thu ngắn hạn	1,999	1,516	1,698	1,750
Tồn kho	1,377	1,414	1,498	1,239
TS ngắn hạn khác	103	103	123	123
TS ngắn hạn	4,130	4,611	4,726	4,848
TS hữu hình	1,407	1,504	1,807	2,094
TS dở dang dài hạn	259	335	383	323
ĐT dài hạn	396	1	62	62
TS dài hạn khác	105	154	209	209
TS dài hạn	2,169	2,001	2,465	2,692
Tổng TS	6,299	6,612	7,191	7,540
Khoản phải trả	272	282	325	261
Vay ngắn hạn	1,269	866	1,105	1,016
Nợ ngắn hạn khác	253	218	127	213
Tổng Nợ ngắn hạn	2,242	1,716	1,944	1,709
Vay dài hạn	0	0	69	230
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng Nợ dài hạn	33	19	86	245
Tổng Nợ	2,275	1,735	2,030	1,954
Vốn góp	924	1,834	1,834	1,834
Thặng dư vốn cổ phần	224	224	224	224
LN chưa phân phối	2,876	2,931	3,213	3,442
Vốn chủ khác	0	0	0	0
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng Vốn chủ sở hữu	4,024	4,991	5,161	5,586
Tổng nguồn vốn	6,299	6,612	7,191	7,540
Số lượng cổ phiếu lưu hành	92.4	183.3	183.3	183.3

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
(Lỗ)/LNST	1,708	1,309	791	1,212
Khấu hao và phân bổ	150	165	200	310
Thay đổi vốn lưu động	-863	591	-216	-860
Điều chỉnh khác	-	-	-	-
LCTT từ HĐ KD	909	1,489	420	810
Tiền chi mua TSCĐ	-741	-378	-605	-850
Đầu tư khác	-136	-365	0	-200
LCTT từ HĐ Đầu tư	-877	-743	310	-1,050
Tiền chi trả cổ tức	-369	-185	-363	-366
Tiền từ vay ròng	325	-403	309	140
Tiền thu khác	-	-	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	-34	-703	-55	-226
Dòng tiền đầu kỳ	45	43	86	140
Dòng tiền cuối kỳ	43	86	140	242

Chỉ số(%)	2018	2019	2020	2021F
Khả năng thanh toán				
H số TT ngắn hạn	1.84	2.69	2.43	2.82
H số TT nhanh	1.18	1.80	1.80	1.95

Cơ cấu vốn				
H số Nợ/TTS	36%	26%	28%	26%
H số Nợ/VCSH	57%	36%	39%	35%

Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	64.8	80.4	88.1	78.4
Số ngày phải thu	61.4	77.6	69.9	67.2
Số ngày phải trả	12.7	16.0	18.4	17.6
CCC	113.3	142.0	139.5	128

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	21.9%	19.5%	14.2%	16.5%
Lợi nhuận LNST	15.6%	15.0%	10.0%	10.4%
ROE	41.7%	26.5%	14.0%	15.9%
ROA	25.6%	18.3%	10.2%	12.3%

Định Giá				
PE	8.1	6.1	10.4	10.2
PB	1.7	2.2	1.4	1.3

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	14.4%	-15.6%	-10.5%	18.9%
Tăng trưởng LNNT	136.3%	-23.3%	-39.6%	27.3%
Tăng trưởng EPS	137.9%	-19.4%	-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/BIDVSecuritie>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

