

CTCP VĨNH HOÀN - VHC

Khả quan

Kỳ vọng tăng trưởng trở lại từ Q4/23

Giá mục tiêu (12T)

HÀNG TIÊU DÙNG | Cập nhật

VND91.200

Consensus*: Mua:4 Giữ:4 Bán:1

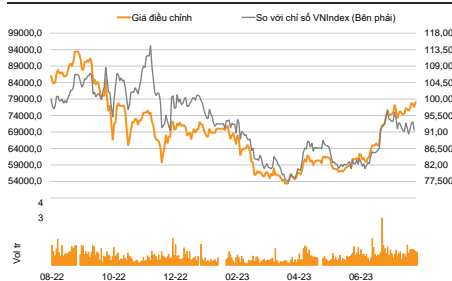
Giá mục tiêu / Consensus: 22,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm EPS 2023/2024 lần lượt 28%/23%
- Giảm giá mục tiêu 13,6%

Khuyến nghị cũ	KHẢ QUAN
Giá mục tiêu cũ	105.600VND
Giá thị trường	VND78.100
Cao nhất 52 tuần (VND)	93.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	53.400
GTGDĐQ 3 tháng (tr VND)	50.070
Thị giá vốn (tỷ VND)	14.047
Free float	50%
Tỷ suất cổ tức	2,58%
P/E trượt (x)	11,3
P/B hiện tại (x)	1,8

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lệ Khanh	43,2%
Dragon Capital	6,9%
Mitsubishi Corp	6,5%
Khác	43,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Thanh Hằng

Hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

- Doanh thu thuần/lợi nhuận ròng trong 6T23 của VHC lần lượt giảm 34%/52% svck do nhu cầu nhập khẩu yếu tại các thị trường xuất khẩu chính.
- Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu cá tra của VHC sẽ tăng trưởng trở lại từ Q4/23 do 1) lạm phát và mức tồn kho thấp hơn kết hợp với nhu cầu cao phục vụ các kỳ nghỉ cuối năm tại các thị trường trọng điểm và 2) mức nền thấp Q4/22.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 1 năm thấp hơn là 91.200 đ/cp do điều chỉnh EPS 2023/24 lần lượt giảm 28%/23%.

Kết quả kinh doanh 6T23 thấp do khó khăn tiếp tục kéo dài

Doanh thu thuần (DTT) của VHC giảm 34% svck xuống 4.945 tỷ đồng trong 6T23 do 1) nhu cầu yếu hơn ở các thị trường xuất khẩu chính và 2) mức nền cao trong 6T22. Doanh thu của tất cả các sản phẩm liên quan đến cá tra giảm mạnh 20-43% svck do XK thị trường Mỹ sụt giảm mạnh (-56% svck). Biên LN gộp thu hẹp đáng kể 5,8 điểm % do giá bán trung bình cá tra giảm 17% trong 6T23, theo ước tính của chúng tôi. Do đó, LN ròng 6 tháng đầu năm 2023 giảm 52% svck xuống còn 631 tỷ đồng, hoàn thành 34% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Kỳ vọng tăng trưởng trở lại từ Q4/23

Mặc dù KQKD trong 6T23 thấp nhưng DTT/LN gộp của VHC trong Q2/23 đã phục hồi đáng kể khi tăng 23%/47% sv quý trước, cho thấy dấu hiệu phục hồi. Chúng tôi cho rằng sự cải thiện sẽ tiếp tục trong nửa cuối năm 2023, đặc biệt tại hai thị trường chính là Mỹ và Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng VHC có thể ghi nhận tăng trưởng dương svck từ Q4/23 nhờ 1) lạm phát hạ nhiệt và mức tồn kho giảm tại Mỹ, 2) nhu cầu tăng phục vụ kỳ nghỉ lễ cuối năm tại các thị trường xuất khẩu lớn và 3) mức nền thấp trong Q4/22. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng DT/LN ròng năm 2023 sẽ lần lượt giảm 15%/31% svck, sau đó tăng trở lại mức 15%/19% svck trong năm 2024.

Thay đổi dự phóng KQKD 2023/24

Chúng tôi điều chỉnh DT sản phẩm cá tra năm 2023/24 lần lượt -8%/+21% và giảm dự phóng DT các sản phẩm khác 38%/36% so với báo cáo trước do nhu cầu nhập khẩu và giá bán trung bình tại các thị trường xuất khẩu trong năm 2023 thấp hơn dự kiến. Chúng tôi giảm dự phóng DT của mảng C&G (collagen&gelatin) trong năm 2023/24 xuống 38%/48% do nhu cầu chăm sóc sức khỏe và sắc đẹp toàn cầu bị ảnh hưởng mạnh hơn dự kiến do thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. Nhìn chung, trong năm 2023/24, chúng tôi giảm DT thuần 22%/9,0% so với dự báo trước đó, dẫn đến LN ròng lần lượt giảm 28%/14% trong 2023/24.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 91.200đ/cp

Chúng tôi giảm 13,6% giá mục tiêu 1 năm xuống 91.200đ/cp do 1) chuyển định giá DCF sang năm 2024 và (2) điều chỉnh giảm EPS năm 2023/24 xuống 28%/23%, 3) P/E mục tiêu thấp hơn từ 10,5x xuống 10,0x và 4) hạ phần bù rủi ro xuống 10%. Tiềm năng tăng giá: 1) sự phục hồi của giá cao hơn dự kiến, 2) nhu cầu ở các thị trường mục tiêu tăng mạnh hơn và 3) chi phí vận chuyển thấp hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm giá cả nguyên liệu cao hơn dự kiến và sự phục hồi chậm hơn dự kiến tại các thị trường xuất khẩu mục tiêu.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	9.054	13.231	11.266	12.947
Tăng trưởng DT thuần	28,7%	46,1%	(14,8%)	14,9%
Biên lợi nhuận gộp	19,4%	22,5%	18,2%	19,8%
Biên EBITDA	17,7%	20,8%	19,7%	19,6%
LN ròng (tỷ)	1.113	1.975	1.358	1.620
Tăng trưởng LN ròng	57,9%	77,5%	(31,2%)	19,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi	54,6%	80,9%	(32,2%)	19,3%
EPS cơ bản	6.069	10.771	7.407	8.835
EPS điều chỉnh	5.851	10.662	7.259	8.658
BVPS	32.087	41.959	46.834	53.887
ROAE	20,2%	29,1%	16,7%	17,5%

Kỳ vọng tăng trưởng trở lại từ Q4/23

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích VHC vì:

- Trong nửa cuối 2023, chúng tôi kỳ vọng ngành xuất khẩu cá tra sẽ có triển vọng tươi sáng hơn nhờ 1) lạm phát hạ nhiệt và mức tồn kho giảm tại Mỹ, 2) nhu cầu tiêu thụ tăng cao cuối năm tại các thị trường xuất khẩu nhắm phục vụ cho các kỳ nghỉ lễ lớn.
- Là DN xuất khẩu cá tra hàng đầu, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu dương svck từ Q4/23 và tăng trưởng hai chữ số trong năm 2024 nhờ 1) mức nền thấp trong Q4/22 và 2) sản lượng xuất khẩu và giá bán trung bình mảng cá tra tăng lần lượt 10% và 5% khi khó khăn của ngành dần qua đi trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng trong trường hợp giá cá nguyên liệu tăng đột biến trong Q4/23-Q1/24 do thiếu nguồn cung, VHC vẫn có thể duy trì mức biên LN gộp ổn định 19,7% trong năm 2024 nhờ khả năng tự chủ nguyên liệu 70-75%.
- Chúng tôi kỳ vọng mảng Collagen & Gelatine với biên LN gộp cao từ 40-60% sẽ phục hồi mạnh hơn trong năm 2024 với mức tăng trưởng 20% svck sau khi nhu cầu chăm sóc sức khỏe và sắc đẹp toàn cầu phục hồi trong điều kiện kinh tế tốt hơn.
- DN chia cổ tức bằng tiền mặt ổn định hàng năm 1.000-2.000 đồng/cp.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 91.200đ/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 1 năm 13,6% xuống 91.200đ/cp do 1) chuyển định giá DCF sang năm 2024 và (2) điều chỉnh giảm EPS năm 2023/24 xuống 28%/23%, 3) P/E mục tiêu thấp hơn từ 10,5x xuống 10,0x và 4) hạ phần bù rủi ro xuống 10%. Tiềm năng tăng giá: 1) sự phục hồi của giá cao hơn dự kiến, 2) nhu cầu hơn ở các thị trường mục tiêu tăng mạnh hơn và 3) chi phí vận chuyển thấp hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm giá cá nguyên liệu cao hơn dự kiến và sự phục hồi chậm hơn dự kiến tại các thị trường xuất khẩu mục tiêu.

Hình 1: Giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý (đồng/cp)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	95.900	50%	47.950
P/E (P/E mục tiêu 10 lần)	86.584	50%	43.292
Giá hợp lý			91.242
Giá mục tiêu (làm tròn)			91.200

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Mô hình DCF

Đơn vị: tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Năm cuối
EBIT	1.728	1.972	2.135	1.940	1.895	2.282	2.588	2.855	3.415	4.173	3.110	
-Thuế	241	265	277	242	227	262	284	299	341	396	280	
EBIAT	1.487	1.707	1.858	1.698	1.668	2.020	2.304	2.556	3.074	3.777	2.830	
-Thay đổi vốn lưu động	-1.048	-622	1.158	569	-157	-199	-282	-348	-437	-307	-1.021	
-Net Capex	-1.261	-1.051	-617	-679	-741	-803	-865	-927	-989	-1.051	-1.113	
+Chi phí khấu hao	481	564	595	659	729	706	748	837	932	982	601	
FCFF	-341	597	2.994	2.247	1.499	1.724	1.905	2.118	2.580	3.401	1.297	24.147
Giá trị hiện tại của FCFF	-341	533	2.384	1.596	950	975	962	954	1.037	1.220	415	7.726
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự	10.685											
Giá trị hiện tại của dòng tiền lãi	7.726											
Giá trị doanh nghiệp	18.410											
Trừ: Tổng nợ	(2.586)											
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-											
Cộng: Tiền và tương đương tii	1.762											
Giá trị hợp lý	17.586											
SLCP lưu hành sau khi bán cp quỹ (triệu cổ phiếu)	183											
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	95.900											

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh ngành (dữ liệu ngày 07/08/2023)

	Mã CK	Giá thị trường Nội tệ	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		D/E (%)
				TTM	2023	Hiện tại	2023	TTM	2023	TTM	2023	Hiện tại
DN XK cá tra												
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC VN	78.100	603,5	11,3	8,4	1,8	1,8	16,5	16,5	10,7	11,5	31,0
CTCP Nam Việt	ANV VN	37.200	208,7	17,8	N/A	1,7	NA	9,3	N/A	4,9	N/A	78,9
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	ABT VN	34.300	17,0	6,4	N/A	0,9	N/A	13,6	N/A	9,3	N/A	18,8
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL VN	13.700	29,0	24,6	N/A	0,9	N/A	3,5	N/A	1,7	N/A	62,3
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI VN	14.700	141,0	21,3	N/A	1,0	N/A	4,7	N/A	1,9	N/A	121,0
Trung bình			199,8	16,3		1,2		9,5		5,7		62,4
DN XK tôm												
CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	MPC VN	19.100	321,9	9,8	N/A	1,4	N/A	14,2	N/A	8,1	N/A	67,7
CTCP Thực phẩm Sao Ta	FMC VN	47.850	131,9	11,5	9,6	1,7	1,4	14,8	14,9	8,5	10,5	24,4
CTCP Camimex Group	CMX VN	11.350	48,7	17,4	N/A	1,0	N/A	5,9	N/A	2,5	N/A	78,1
Trung bình			167,5	12,9	9,6	1,3	1,4	11,7	14,9	6,4	10,5	56,7

NGUỒN: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

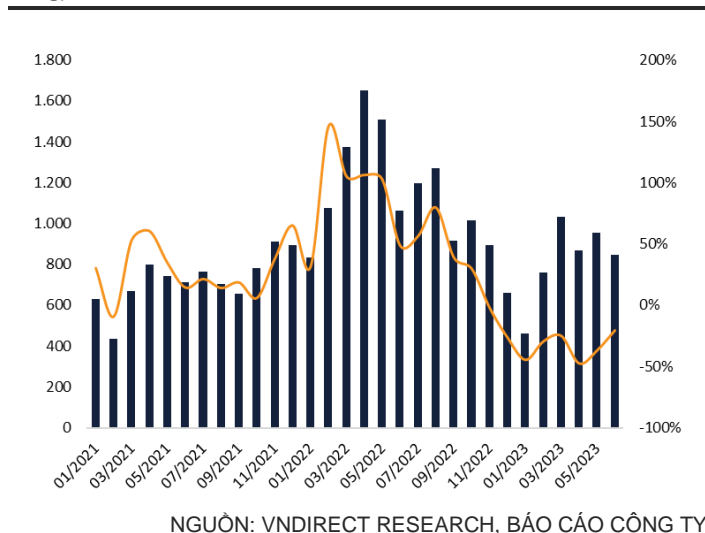
Kết quả kinh doanh 6T23 thấp do khó khăn tiếp tục kéo dài

Hình 4: So sánh kết quả kinh doanh Q2/23 và 6T23

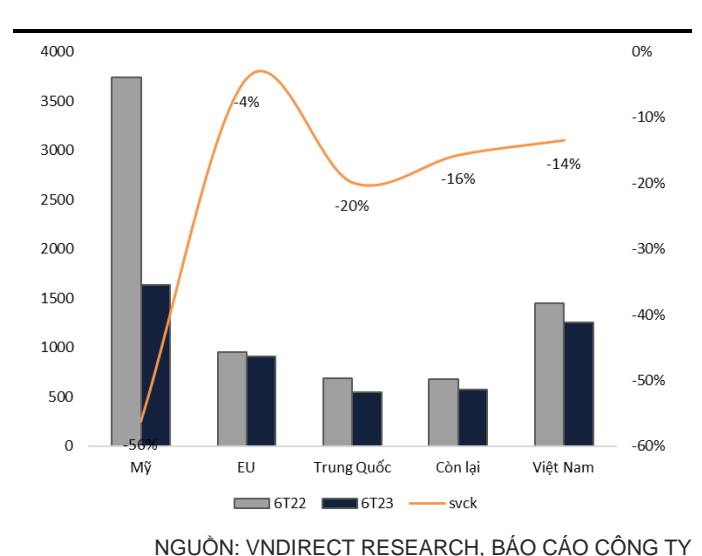
Đơn vị: tỷ đồng	Q2/22	Q2/23	% svck	6T22	6T23	% svck	sv. Dự phóng 2023	Giải thích
Sản phẩm cá tra								
Giá bán bình quân (USD/kg)	4,51	3,73	-17%	4,1	3,4	-17%	95%	Trong 6T23, giá bán bình quân cá tra tiếp tục giảm mạnh do 1) nhu cầu yếu từ thị trường Mỹ trong khi lượng hàng tồn kho tại thị trường này tiếp tục ở mức cao và 1) mức nền cao trong 6T22. Chúng tôi cho rằng giá cá tra trung bình sẽ tăng trong nửa cuối năm 2023 so với nửa đầu năm 2023 do 1) tồn kho tại thị trường Mỹ giảm dần và có thể nhu cầu từ thị trường Trung Quốc sẽ tốt hơn, 2) nhu cầu tiêu thụ thủy sản tăng trong dịp lễ lớn cuối năm tại các thị trường XK.
Giá cá nguyên liệu (đồng/kg)	31.533	27.639	-12%	29.792	28.494	-4%	117%	Giá cá tra nguyên liệu giảm với tốc độ chậm hơn so với giá bán trong 6 tháng đầu năm 2023 do 1) giá nguyên liệu và thức ăn thủy sản vẫn ở mức cao, và 2) việc mở cửa thị trường Trung Quốc vào đầu năm 2023 khiến người nuôi kỳ vọng nhu cầu từ thị trường này sẽ tăng mạnh khiến nông dân giữ giá cá trong ao chờ giá tăng trong Q1/23. Chúng tôi kỳ vọng giá cá nguyên liệu sẽ tăng trong nửa cuối năm 2023 do khả năng thiếu hụt cá tra vào Q4/23 hoặc đầu năm 2024 do nông dân hiện đang do dự trong việc bắt đầu nuôi vại cá mới.
Doanh thu thuần	4.226	2.723	-36%	7.493	4.945	-34%	34%	Thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do doanh thu khác, doanh thu C&G và doanh thu Sa Giang giảm mạnh khi sản lượng giảm do ảnh hưởng của lạm phát cao đến tiêu dùng
Cá tra phi-lê	2.810	1.586	-44%	4.955	4.288	-13%	54%	Phù hợp với dự phóng
Các sản phẩm khác	1.064	803	-25%	1.846	1.202	-35%	27%	
Collagen và Gelatin	231	169	-27%	450	298	-34%	22%	
Sa Giang	118	108	-8%	234	199	-15%	36%	
LN gộp	1.096	562	-49%	1.875	946	-50%	34%	
Biên LN gộp	25,9%	20,6%	-5,3đ %	25,0%	19,1%	5,9đ %	+0,2đ %	Phù hợp với dự phóng
Chi phí quản lý và bán hàng	210	114	-46%	354	234	-34%	30%	Thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do chi phí vận chuyển giảm với tốc độ nhanh hơn chúng tôi dự kiến
Chi phí quản lý và bán hàng/DTT	5,0%	4,2%	-0,8đ %	4,7%	4,7%	0,0đ %		Chi phí bán hàng/doanh thu trong Q2/23 giảm 0,8 điểm phần trăm so với quý trước do sản lượng bán hàng sang thị trường Mỹ giảm mạnh và VHC cũng tập trung thêm vào thị trường Trung Quốc sau khi thị trường này mở cửa hoàn toàn
LN trước thuế	878	504	-43%	1.541	764	-50%	37%	
LN ròng	784	412	-47%	1.336	631	-53%	34%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Doanh thu theo tháng của VHC từ T1/19-T6/23 (đơn vị: tỷ đồng)



Hình 6: Doanh thu theo thị trường của VHC (đơn vị: tỷ đồng)

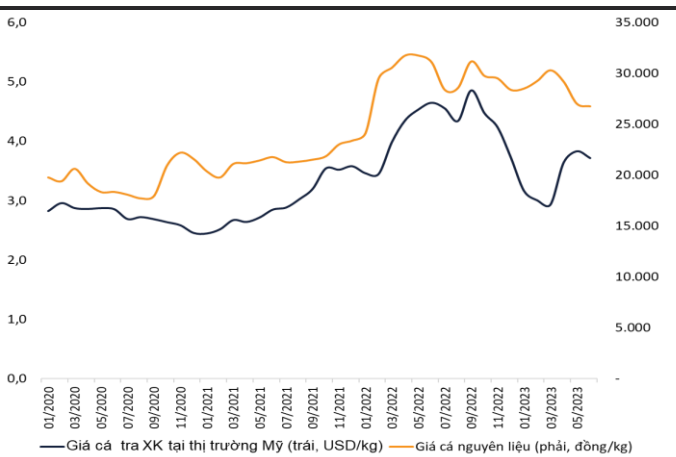


Biên lợi nhuận gộp tăng trở lại trong Q2/23

Biên LN gộp của VHC giảm từ 25% trong 6T22 xuống 19,1% (-5,8% điểm svck) trong 6T23 khi giá bán bình quân cá tra giảm mạnh 17% svck trong 6T23 do 1) nhu cầu nhập khẩu yếu tại tất cả các thị trường chính và 2) mức nền cao trong 6T22 do nhu cầu nhập khẩu cao đột biến tại Mỹ vào năm ngoái. Trong khi giá cá nguyên liệu chỉ giảm 4,3% svck, theo ước tính của chúng tôi. Giá cá tra nguyên liệu giảm với tốc độ chậm hơn so với giá bán trong nửa đầu năm 2023 do 1) giá nguyên liệu và thức ăn thủy sản vẫn ở mức cao, và 2) việc mở cửa thị trường Trung Quốc trong nửa đầu năm 2023 khiến người nuôi kỳ vọng nhu cầu từ thị trường này sẽ tăng đột biến khiến người nuôi giữ giá cá trong ao chờ giá tăng.

Tuy nhiên, biên LN gộp trong Q2/23 đã cải thiện 3,3 điểm % so với quý trước nhờ giá cá nguyên liệu giảm khoảng 7% sv quý trước. Tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC là cao nhất và được cải thiện đáng kể so với các công ty cùng ngành trong Q2/23. Chúng tôi quan sát thấy rằng trong những thời kỳ thời kỳ khó khăn của ngành, VHC vẫn có thể duy trì biên lợi nhuận gộp ít biến động hơn so với các công ty khác trong ngành. Trong quá khứ, mặc dù việc phong tỏa trong Q3/21 cũng ảnh hưởng đến của công ty nhưng VHC vẫn đạt được kết quả khả quan so với các công ty cùng ngành trong giai đoạn này nhờ việc duy trì 80% công suất bình thường khi duy trì sản xuất “3 tại chỗ”.

Hình 7: Xu hướng giá cá tra XK đi Mỹ và giá cá nguyên liệu



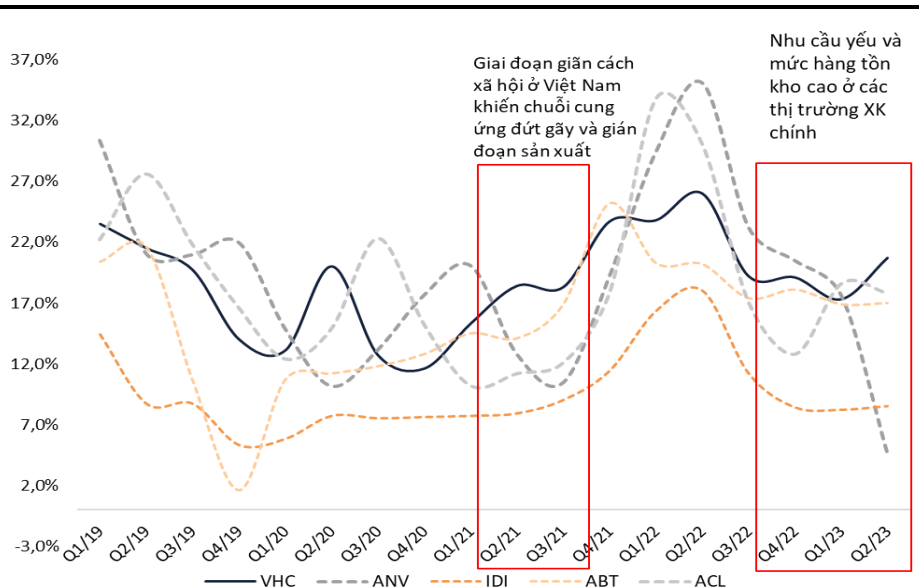
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, NOAA, VASEP

Hình 8: Biên LN gộp của VHC cải thiện rõ rệt so với ngành



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 9: Biên LN gộp các DN XK cá tra Q1/19-Q2/23



Source: FIINPRO, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2023-24: Kỳ vọng tăng trưởng trở lại từ Q4/23

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2023/24 của VHC sẽ giảm 14,8% so với cùng kỳ trước khi tăng trở lại 14,9% so với cùng kỳ nhờ:

- *Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ đạt -30%/23% svck trong năm 2023/2024*

Chúng tôi cho rằng khi nhu cầu nhập khẩu thủy sản của thị trường Mỹ phục hồi, doanh thu xuất khẩu cá tra của VHC cũng có thể cải thiện đáng kể từ Q4/23 do 1) lạm phát hạ nhiệt và lượng hàng tồn kho tại Mỹ giảm, 2) nhu cầu tiêu thụ cuối năm tăng nhờ các dịp lễ lớn cuối năm. Chúng tôi nhận thấy dấu hiệu phục hồi khi 1) CPI của Mỹ tiếp tục giảm trong tháng 6/23, 2) tăng trưởng hàng tồn kho của Mỹ tiếp tục giảm tốc và 3) khối lượng và giá trị NK thủy sản của Mỹ tiếp tục phục hồi trong tháng 5/2023.

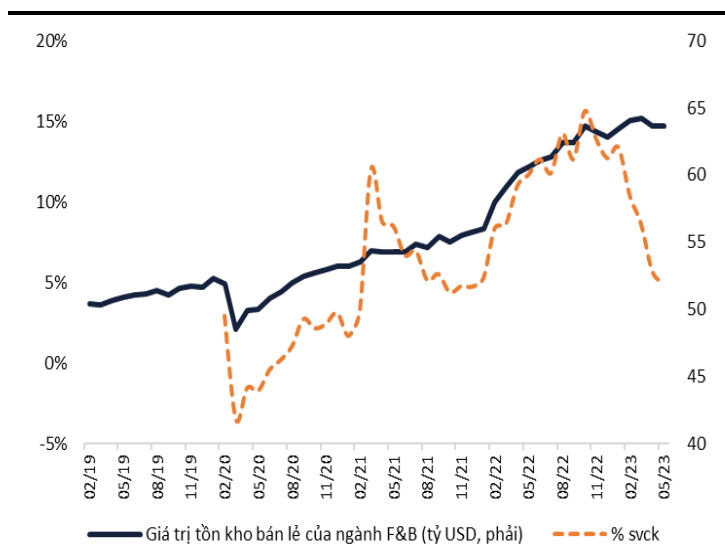
- *Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc đạt -4%/20% svck trong năm 2023/2024*

Do điều kiện của vĩ mô và nền kinh tế Trung Quốc đang có những diễn biến khó lường, chúng tôi cho rằng triển vọng phục hồi của thị trường Trung Quốc vẫn cần theo dõi thêm. Tuy nhiên, VHC cũng dự kiến sẽ tập trung hơn vào thị trường Trung Quốc trong nửa cuối năm 2023 và 2024 khi thị trường này đã mở cửa hoàn toàn, dẫn đến nhiều dự địa tăng trưởng trong các năm tới. Do đó, chúng tôi thận trọng kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu của VHC sang thị trường Trung Quốc sẽ giảm 6% svck trong năm 2023 và phục hồi 20% svck trong năm 2024 khi nền kinh tế Trung Quốc khởi sắc hơn.

- *Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu sang thị trường E.U đạt 7%/6% svck trong năm 2023/2024*

Trong nửa đầu năm 2023, doanh thu xuất khẩu cá tra sang EU của VHC chỉ giảm nhẹ 4% so với cùng kỳ xuống còn 910 tỷ đồng do người dân tại thị trường này ưa chuộng cá thịt trắng của Việt Nam với mức giá hợp lý trong bối cảnh lạm phát cao buộc người dân phải thắt chặt chi tiêu. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đối với cá tra của Việt Nam tại EU sẽ tăng trưởng nhẹ trong 2023 do lạm phát tại EU vẫn ở mức cao.

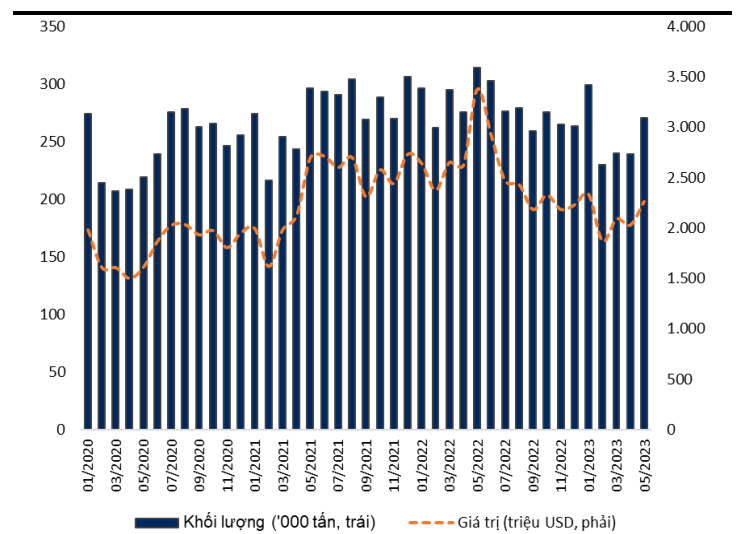
Hình 10: Tăng trưởng giá trị tồn kho bán lẻ tại Mỹ tiếp tục chậm lại



NGUỒN: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

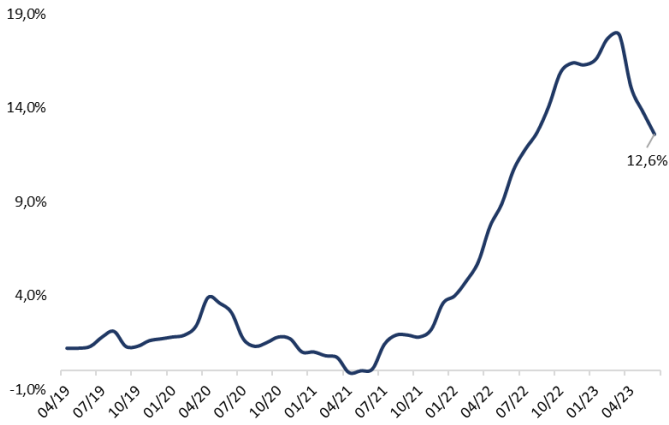
Hình 12: Lạm phát thực phẩm của EU hạ nhiệt từ tháng 4/2023 nhưng vẫn ở mức cao

Hình 11: Khối lượng và giá trị nhập khẩu thủy sản của Mỹ tiếp tục phục hồi trong T5/23

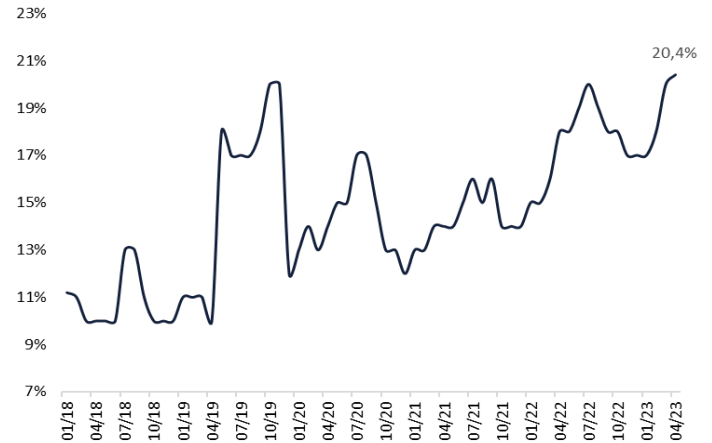


NGUỒN: NOAA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Tỷ lệ thất nghiệp tại Trung Quốc tăng cao kỷ lục cho thấy nền kinh tế đang gặp khó khăn



NGUỒN: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH



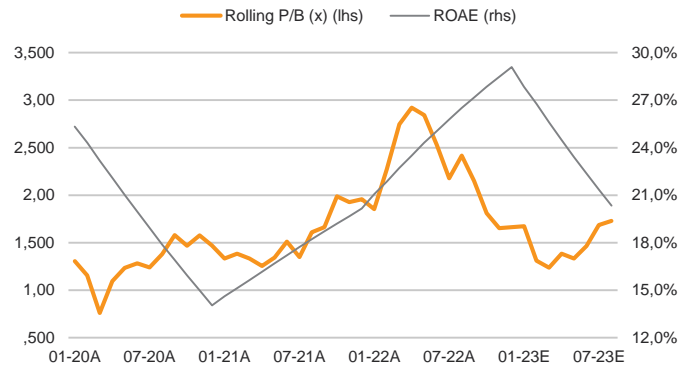
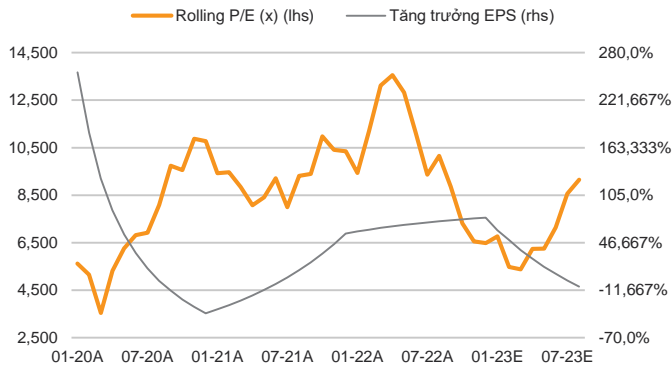
NGUỒN: Cục thống kê Trung Quốc, VNDIRECT RESEARCH

Thay đổi dự phóng KQKD 2023/2024

Hình 14: Thay đổi dự phóng KQKD 2023/2024

Đơn vị: tỷ đồng	2022		2023		2024	
		DP cũ	DP mới	Thay đổi		
Doanh thu thuần	13.231	14.371	11.266	-21,6%	12.947	
<i>Phi-lê cá tra</i>	8.451	7.968	7.327	-8,0%	8.463	Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu phi-lê cá tra năm 2023 do 1) giảm giá bán trung bình 3% và khối lượng xuất khẩu 20% do xuất khẩu sang thị trường Mỹ sụt giảm mạnh hơn dự kiến và ảnh hưởng kém tích cực hơn dự kiến của việc thị trường Trung Quốc mở cửa trở lại. Chúng tôi giả định rằng nhu cầu nhập khẩu sẽ tiếp tục phục hồi từ nửa cuối 2023 và 2024. Chúng tôi cho rằng giá bán trung bình sẽ tăng mạnh trong Q4/23 do nhu cầu mạnh hơn từ các thị trường xuất khẩu chính và nguồn cung cá nguyên liệu có thể sẽ bị thắt chặt.
<i>Các sản phẩm khác</i>	2.436	4.510	2.765	-38,7%	3.117	
<i>Collagen và Gelatin</i>	885	1.343	752	-44,0%	903	Chúng tôi hạ dự báo doanh thu C&G trong năm 2023 để phản ánh doanh thu nửa đầu năm 2023 thấp hơn dự kiến trong bối cảnh triển vọng kinh tế toàn cầu ảm đạm đã ảnh hưởng đến sự phục hồi của mảng này.
<i>Sa Giang</i>	489	549	422	-23,1%	464	
Lợi nhuận gộp	2.976	2.754	2.051	-25,5%	2.559	
Biên LN gộp	22,5%	19,3%	18,2%	-1,1đ %	19,8%	
<i>Phi-lê cá tra</i>	24,6%	18,9%	18,2%	-0,7đ %	19,3%	
<i>Các sản phẩm khác</i>	10,8%	10,5%	9,9%	-0,6đ %	9,9%	
<i>Collagen và Gelatin</i>	45,0%	48,4%	46,4%	-2đ %	47,4%	
<i>Sa Giang</i>	25,9%	22,8%	22,1%	3,5đ %	23,1%	Giảm dự phóng biên LN gộp của SGC do ảnh hưởng của việc giá nguyên liệu đầu vào (gạo) đang có xu hướng tăng cao
Chi phí quản lý và bán hàng	556	773	567	-26,7%	740	Chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí bán hàng & quản lý năm 2023 để phù hợp với thay đổi doanh thu.
Chi phí quản lý và bán hàng/DTT	6,1%	5,4%	5,0%	-0,4đ %	6%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.290	1.980	1.569	-20,8%	1.861	
LN trước thuế	1.288	2.089	1.579	-24,4%	1.872	
LN ròng	1.101	1.874	1.358	-27,5%	1.620	
EPS	6.052	10.016	7.259	-27,5%	8.658	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	13.231	11.266	12.947
Giá vốn hàng bán	(10.255)	(9.215)	(10.389)
Chi phí quản lý DN	(372)	(317)	(350)
Chi phí bán hàng	(349)	(250)	(391)
LN hoạt động thuần	2.254	1.485	1.818
EBITDA thuần	2.581	1.978	2.382
Chi phí khấu hao	(327)	(493)	(564)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.254	1.485	1.818
Thu nhập lãi	434	304	187
Chi phí tài chính	(370)	(219)	(144)
Thu nhập ròng khác	4	9	11
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	2.323	1.579	1.872
Thuế	(310)	(220)	(252)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(38)	0	0
LN ròng	1.975	1.358	1.620
Thu nhập trên vốn	1.975	1.358	1.620
Cổ tức phổ thông	(367)	(367)	(367)
LN giữ lại	1.608	992	1.253

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	553	106	126
Đầu tư ngắn hạn	1.768	1.655	1.588
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.330	2.755	3.245
Hàng tồn kho	2.818	2.915	3.183
Các tài sản ngắn hạn khác	172	181	208
Tổng tài sản ngắn hạn	7.640	7.612	8.351
Tài sản cố định	2.824	3.621	4.117
Tổng đầu tư	16	6	6
Tài sản dài hạn khác	1.103	808	936
Tổng tài sản	11.583	12.048	13.410
Vay & nợ ngắn hạn	2.214	2.293	1.997
Phải trả người bán	448	352	417
Nợ ngắn hạn khác	1.037	616	716
Tổng nợ ngắn hạn	3.698	3.261	3.129
Vay & nợ dài hạn	175	184	191
Các khoản phải trả khác	16	15	208
Vốn điều lệ và	1.834	1.834	1.834
LN giữ lại	5.426	6.399	7.660
Vốn chủ sở hữu	7.694	8.588	9.882
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	11.583	12.048	13.410

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	2.323	1.579	1.872
Khấu hao	327	493	564
Thuế đã nộp	(63)	(220)	(252)
Các khoản điều chỉnh khác	366	274	81
Thay đổi VLĐ	(1.150)	(1.185)	(696)
LC tiền thuần HĐKD	1.803	941	1.569
Đầu tư TSCĐ	(1.131)	(1.271)	(1.060)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	10	10	9
Các khoản khác	(407)	44	163
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(1.528)	(1.217)	(889)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	154	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	143	0
Tiền vay ròng nhận được	497	53	(293)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(367)	(367)	(367)
LC tiền thuần HĐTC	284	(171)	(660)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	195	553	106
LC tiền thuần trong năm	559	(447)	20
Tiền & tương đương tiền cuối kì	754	106	126

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	14,9%	12,1%	12,5%
Vòng quay TS	1,30	0,95	1,02
ROAA	19,4%	11,5%	12,7%
Đòn bẩy tài chính	1,50	1,45	1,38
ROAE	29,1%	16,7%	17,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	58,5	81,3	83,9
Số ngày nắm giữ HTK	100,3	115,4	112,1
Số ngày phải trả tiền bán	15,9	13,9	14,7
Vòng quay TSCĐ	5,41	3,50	3,35
ROIC	19,6%	12,3%	13,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,3	2,7
Khả năng thanh toán nhanh	1,3	1,4	1,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,5	0,5
Vòng quay tiền	142,9	182,8	181,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	46,1%	(14,8%)	14,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	88,0%	(34,2%)	22,5%
Tăng trưởng LN ròng	77,5%	(31,2%)	19,3%
Tăng trưởng EPS	77,5%	(31,2%)	19,3%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên Phân tích

Email: hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>