

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HSX: VHC)

Cung cầu thuận lợi dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q1-FY22	Q4-FY21	+/- qoq	Q1-FY21	+/- yoy
Doanh thu thuần	3.268	2.693	21,3%	1.788	82,7%
Lợi nhuận sau thuế	548	455	20,5%	131	318,0%
EBIT	636	485	31,2%	133	377,0%
Tỷ suất EBIT	19,5%	18,0%	146 bps	7,5%	1.200 bps

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Q1/2022 – Lợi nhuận tăng vọt 318% YoY

- Doanh thu tăng 83% YoY trong Q1 2022, phần lớn nhờ mảng phi lê tăng 79% YoY do sản lượng xuất khẩu phi lê và giá bán bình quân tăng lần lượt 24% YoY và 47% YoY.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 858 điểm cơ bản YoY lên mức 23,8% trong Q1/2022 do chênh lệch giá mở rộng. Tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu giảm từ 7,8% trong Q1 2021 xuống 4,4% trong Q1 2022, dẫn đến biên lợi nhuận ròng cải thiện 944 điểm cơ bản YoY ở mức 16,8%. Theo đó, LNST tăng 318% YoY lên 548 tỷ đồng.

Triển vọng năm 2022 – Xuất khẩu cá tra tiếp tục duy trì mức cao

Trong Q2 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST đạt lần lượt 4.255 tỷ đồng (+82% YoY và +30% QoQ) và 679 tỷ đồng (+160% YoY và +23% QoQ). Chúng tôi tin rằng cả sản lượng xuất khẩu phi lê và giá bán bình quân sẽ tiếp tục tăng do được hưởng lợi từ chiến tranh Nga-Ukraine nhằm thúc đẩy nhu cầu cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp Q2 2022 của VHC giảm nhẹ 80 điểm cơ bản QoQ do lo ngại giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung trong nước.

Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu cá tra sẽ duy trì đà tăng trưởng nhờ nhu cầu cao đối với các sản phẩm thủy sản giá rẻ trong bối cảnh lạm phát cao, các lệnh trừng phạt đối với thủy sản Nga sẽ thúc đẩy nhu cầu cao hơn tại thị trường Mỹ và nguồn cung nội địa thấp cho đến ít nhất là Q3 2022. Trong nửa cuối năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu phi lê sẽ tiếp tục tăng nhưng giá bán bình quân phi lê có thể giảm nhẹ so với nửa đầu 2022 do nguồn cung nguyên liệu trong nước phục hồi. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng LNST năm 2022 của VHC đạt 2.159 tỷ đồng (+96% YoY), đến từ (1) tăng trưởng doanh thu 61% YoY trong năm FY2022; (2) biên lợi nhuận gộp tăng 293 bps YoY đạt 22,3%; (3) Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm từ 6,1% trong năm 2021 xuống 5,1% trong năm 2022.

Quan điểm và Định giá

Chúng tôi lạc quan rằng lợi nhuận năm 2022 của VHC sẽ tăng trưởng mạnh hơn nhiều so với mức đỉnh năm 2018, nhờ cả nhu cầu cao và nguồn cung khan hiếm. Sử dụng kết hợp định giá 50:50 của phương pháp FCF và định giá từng phần, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý là **114.600 đồng/cp**, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 6%, bao gồm cả tỷ suất cổ tức tiền mặt 2%. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này. PER dự phóng năm 2022 tại giá mục tiêu ở mức 9,9 lần, cao hơn P/E trung bình 5 năm là 7,9 lần. Điều này là phù hợp với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận dài hạn được cải thiện và việc VHC từng bước chuyển đổi thành công ty F&B chuyên về chăm sóc sức khỏe với các mảng kinh doanh mới sẽ mang lại lợi nhuận tốt hơn và ổn định hơn.

Đợt tăng giá cổ phiếu vừa qua đã thu hẹp tiềm năng sinh lời của cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng với KQKD Q2 2022 dự kiến tiếp tục tăng cao so với Q1, đà tăng giá cổ phiếu có thể tiếp diễn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, việc nắm giữ dài hạn hơn cần được cân nhắc đến rủi ro nhu cầu cá tra toàn cầu giảm nhiệt, hay nói cách khác, lợi nhuận của VHC trong các quý sau có rủi ro giảm so với Q2 2022.

TÍCH LŨY

+6%

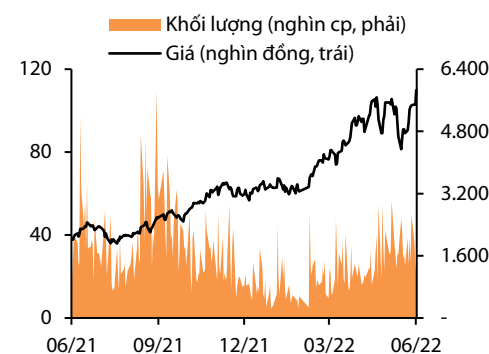
Giá mục tiêu (VND)	114.600
Giá thị trường (VND)	110.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm & Đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	19.740
SLCPDLH	181,9
KLGD TB 20 phiên (nghìn cp)	1.805
Free Float (%)	50,3
Giá cao nhất 52 tuần	114.500
Giá thấp nhất 52 tuần	36.000
Beta	1,2

	FY2021	Hiện tại
EPS	6.040	8.331
Tăng trưởng EPS (%)	57,1	52,8
EPS điều chỉnh	6.040	8.331
P/E	10,4	10,5
P/B	2,0	2,5
EV/EBITDA	8,1	8,7
Tỷ suất cổ tức (%)	2,5	2,5
ROE (%)	20,1	26,1

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Trương Thị Lệ Khanh	43,5%
Mitsubishi Corp	6,6%
Gới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	73,9%

Nguyễn Hồng Loan

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1531

loan.nh@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1 2022

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY22	Q4-FY21	+/- (qoq)	Q1-FY21	+/- (yoy)
Doanh thu	3.268	2.693	21,3%	1.788	82,7%
Lợi nhuận gộp	778	639	21,9%	273	185,6%
Chi phí bán hàng và quản lý	143	154	-7,3%	139	2,4%
Thu nhập HĐKD	636	485	31,2%	133	377,0%
EBITDA	710	558	27,1%	204	248,6%
EBIT	636	485	31,2%	133	377,0%
Chi phí tài chính	42	16	160,8%	19	124,4%
- Chi phí lãi vay	19	9	112,9%	6	214,2%
Khấu hao	74	73	0,4%	70	5,0%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	663	542	22,3%	152	335,5%
Lợi nhuận sau thuế	548	455	20,5%	131	318,0%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	548	455	20,5%	131	318,0%

Nguồn: VHC, CTCK Rong Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1 2022

Chỉ tiêu	Q1-FY22	Q4-FY21	+/- (qoq)	Q1-FY21	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	23,8%	23,7%	11 bps	15,24%	858 bps
EBITDA/Doanh thu	21,7%	20,7%	99 bps	11,38%	1.033 bps
EBIT/Doanh thu	19,5%	18,0%	146 bps	7,45%	1.200 bps
TS lợi nhuận ròng	16,8%	16,9%	-12 bps	7,33%	944 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	16,8%	16,9%	-12 bps	7,33%	944 bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	5,3	5,5	(0,2)	4,8	0,6
-Khoản phải thu	6,3	5,2	1,1	3,7	2,6
-Khoản phải trả	4,7	4,6	0,1	3,7	1,0
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng VCSH	57,0%	45,3%	1.170 bps	33,0%	2.410 bps

Nguồn: CTCK Rong Việt, (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2 2022

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY22	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	4.255	30%	82%
LN gộp	979	26%	126%
EBIT	799	26%	169%
LNST	679	23%	160%

Nguồn: CTCK Rong Việt

Các giả định Q2 2022:

- Doanh thu tăng 82% YoY nhờ doanh thu phi lệ tăng 98% YoY. Trong đó, sản lượng xuất khẩu phi lệ và giá bán bình quân tăng lần lượt 30% YoY và 55% YoY.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 23% trong Q2, tăng 450 điểm cơ bản YoY nhưng giảm nhẹ 80 điểm cơ bản QoQ do chi phí nguyên liệu cao.
- Tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu là 4,2%, đi ngang QoQ, thấp hơn nhiều so với mức 6,4% trong Q2/2021 do VHC chuyển hầu hết các đơn hàng điều kiện CIF sang FOB.

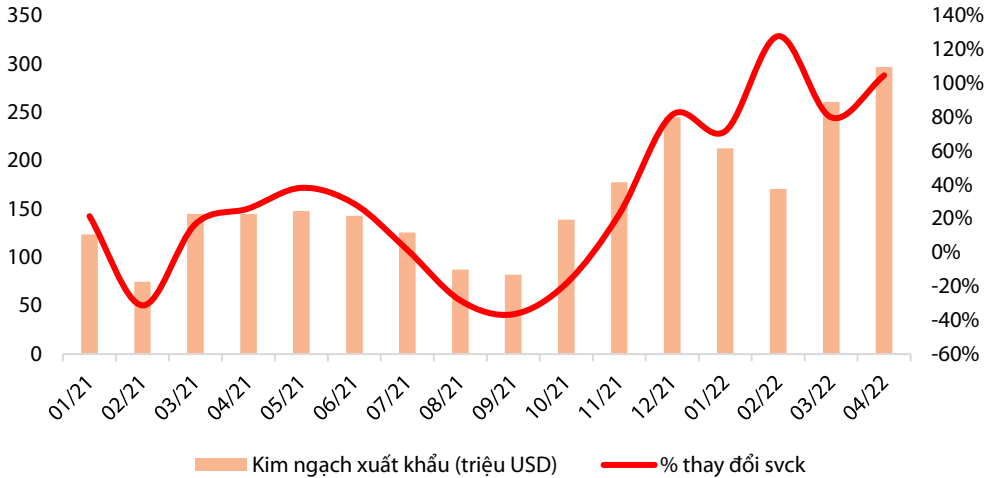
Cập nhật

Q1 2022: LNST tăng vọt 318% YoY

Ngành cá tra đang bước vào chu kỳ bùng nổ nhờ động lực cung cầu thuận lợi

Trong Q1 2022, giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam đạt 653 triệu USD, tăng 90% YoY do nhu cầu cao và nguồn cung thắt chặt. Nhu cầu đối với các sản phẩm thủy sản đã tăng trở lại sau đại dịch COVID-19 cùng với những khó khăn lạm phát đã khiến người tiêu dùng thay đổi khẩu vị đối với các sản phẩm thủy sản. Về nguồn cung, đợt phong tỏa COVID-19 năm ngoái khiến người nông dân phần lớn ngừng thả giống cho đến Q4 2021, gây ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung vào đầu năm 2022, đẩy giá bán cá tra cùng với giá nguyên liệu tăng cao. **(Hình 1)**

Hình 1: Giá trị xuất khẩu cá tra hàng tháng của Việt Nam (triệu USD)



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Trong Q1 2022, VHC ghi nhận KQKD ấn tượng với doanh thu thuần và LNST lần lượt là 3.268 tỷ đồng (+83% YoY) và 548 tỷ đồng (+318% YoY).

Cả giá bán và sản lượng phi lê tăng nhằm thúc đẩy doanh thu Q1 2022

Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ 83% YoY trong Q1 2022 đã được nhìn thấy ở tất cả các phân khúc sản phẩm:

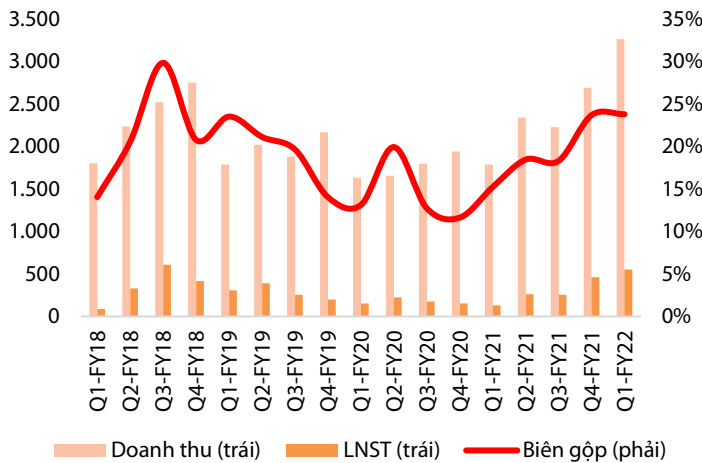
- Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu phi lê tăng 79% YoY đạt 2.145 tỷ đồng do sản lượng xuất khẩu phi lê của VHC và giá bán bình quân tăng lần lượt 24% YoY và 47% YoY trong Q1 2022. Giá bán phi lê trung bình tăng do nhu cầu cao kết hợp với nguồn cung nguyên liệu bị thắt chặt sau sự gián đoạn phong tỏa của Việt Nam. Thị trường Mỹ dẫn đầu doanh thu phi lê của VHC trong Q1 2022 với 1.610 tỷ đồng, tăng 164% YoY.
- Collagen và gelatin có dấu hiệu phục hồi doanh thu 40% YoY, đạt 219 tỷ đồng nhờ tiêu thụ collagen phục hồi sau đại dịch COVID-19. VHC đã đạt hết công suất mảng gelatin trong khi mảng collagen dự kiến sẽ hoạt động hết công suất trong năm 2022.
- Doanh thu phụ phẩm ghi nhận 412 tỷ đồng, tăng 37% YoY. Sa Giang đóng góp 122 tỷ đồng vào tổng doanh thu.

LNST tăng vọt 318% YoY nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp mở rộng và chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu giảm

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 858 bps lên 23,8% trong Q1 2022 chủ yếu do giá bán phi lê tăng nhiều hơn giá cá nguyên liệu. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng VHC đã ghi nhận dự phòng hàng tồn kho 143 tỷ đồng trong Q1 2022 do tồn kho cá tra quá cỡ. Khi loại trừ tác động của dự phòng hàng tồn kho, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp trước khi dự phòng hàng tồn kho đạt 28,2% trong Q1 2022.

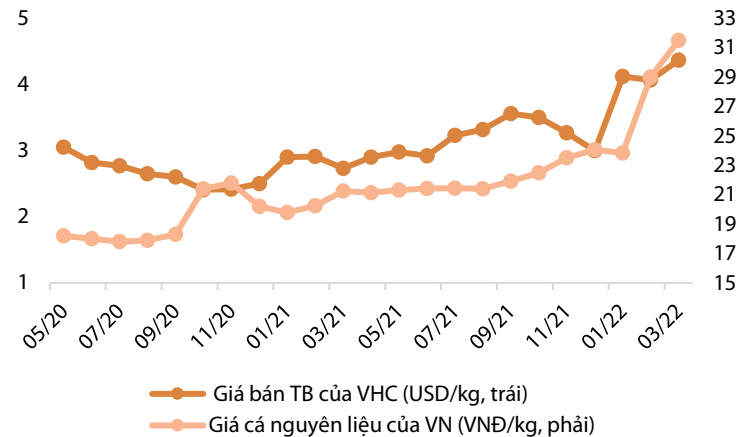
Chi phí bán hàng & QLDN trong Q1 2022 tăng nhẹ 2,4% YoY, dẫn đến tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu là 4,4%, thấp hơn mức 7,8% trong Q1 2021. Chúng tôi đánh giá cao việc VHC có thể chuyển từ đơn đặt hàng CIF sang FOB (theo điều kiện FOB, người mua thanh toán chi phí vận chuyển) trong bối cảnh nguồn cung phi lê thắt chặt đã tăng khả năng thương lượng của VHC. Do đó, biên lợi nhuận ròng cải thiện 944 điểm cơ bản lên 16,8% trong Q1 2022 và LNST Q1 2022 tăng 318% YoY lên 548 tỷ đồng.

Hình 2: Doanh thu thuần, LNST (tỷ đồng) và biên gộp (%)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giá bán phi lê bình quân của VHC và giá cá tra nguyên liệu của Việt Nam theo tháng



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Triển vọng 2022: Nhu cầu và giá cá nguyên liệu cao đẩy giá bán phi lê tăng

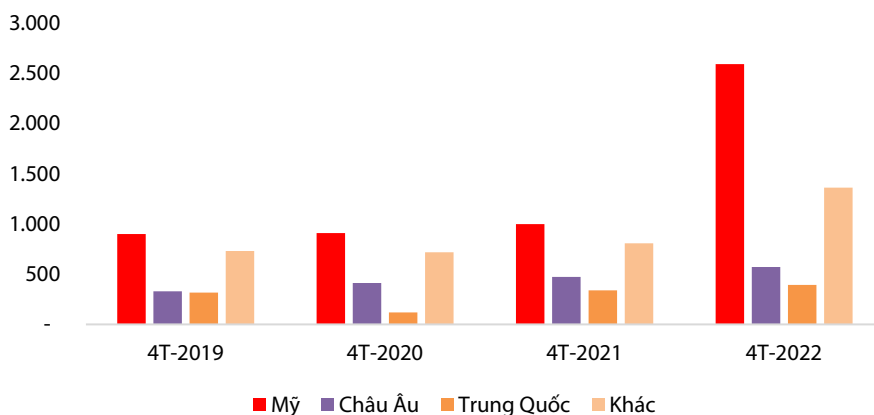
Các lệnh trừng phạt đối với Nga làm trầm trọng thêm tình trạng thiếu hụt cá thịt trắng toàn cầu, VHC hưởng lợi từ thị trường Mỹ

Nhu cầu tiêu thụ thủy sản đang tăng cao tại các thị trường chủ chốt như Mỹ, EU và Anh do các lệnh trừng phạt đối với các sản phẩm thủy sản của Nga. Mỹ cũng đã ban hành lệnh cấm đối với các sản phẩm cá thịt trắng của Trung Quốc có xuất xứ từ Nga. Do đó, cá tra của Việt Nam có thể là một lựa chọn thay thế lý tưởng cho sự thiếu hụt của cá minh thái của Nga do cùng phân khúc giá. Chúng tôi cho rằng nguồn cung cá thịt trắng từ Nga giảm sẽ có lợi cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh lạm phát cao thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm thực phẩm giá rẻ như cá tra. VHC đang tập trung đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Mỹ để giải quyết vấn đề thiếu hụt này, thông qua doanh thu xuất khẩu sang Mỹ tăng đột biến 240% YoY trong 4T 2022. (Hình 4, 5)

Ngoài ra, giá dầu tăng đang kìm hãm hoạt động đánh bắt cá, làm tăng nhu cầu đối với cá nuôi. Tại Mỹ, sản lượng cá minh thái sẽ thấp hơn do nước này giảm đánh bắt ở vùng biển Alaska. Tổng sản lượng khai thác cho phép của Mỹ đối với cá minh thái Alaska là 1,24 triệu tấn vào năm 2022, giảm 189.000 tấn so với năm 2021 nhằm tuân thủ mức đánh bắt sinh học được chấp nhận của Mỹ, theo Viện Thủy sản Quốc gia.

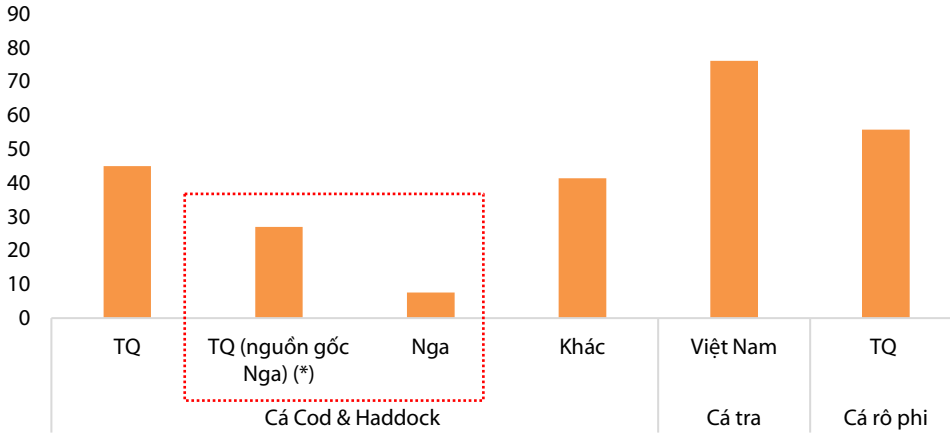
Nhìn chung, chúng tôi cho rằng nhu cầu mạnh mẽ bị ảnh hưởng bởi chuỗi cung ứng, sản lượng toàn cầu giảm và nguồn cung cá tra trong nước thiếu hụt sẽ là những yếu tố chính thúc đẩy cả sản lượng xuất khẩu và giá xuất khẩu của VHC trong năm 2022. Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra phi lê và giá bán bình quân lần lượt tăng 21,4% YoY (ở mức 99.824 tấn) và 33,2% YoY (ở mức 4,16 USD/kg) trong năm 2022. (Bảng 1)

Hình 4: Cơ cấu doanh thu VHC theo thị trường (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Nhập khẩu một số loại cá thịt trắng của Mỹ năm 2021 (nghìn tấn)



Nguồn: NOAA, CTCK Rông Việt. (*) ước tính của chúng tôi

Bảng 1: Các giả định chính của xuất khẩu cá tra phi lê VHC

	2019	2020	2021	2022F	2023F
Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn)	66	73	82	100	104
Giá bán trung bình (USD/kg)	3,59	2,87	3,12	4,16	3,78
Giá trị xuất khẩu (triệu USD)	236	210	257	415	394
% Tăng trưởng sản lượng xuất khẩu	-10,1%	11,7%	12,0%	21,4%	4,2%
% Tăng trưởng giá bán trung bình	-14,1%	-20,3%	9,0%	33,2%	-9,1%
% Tăng trưởng giá trị xuất khẩu	-22,8%	-10,9%	22,1%	61,4%	-2,3%

Nguồn: CTCK Rông Việt

Giá bán tăng trong bối cảnh thiếu nguyên liệu nhằm mở rộng biên lợi nhuận gộp năm 2022

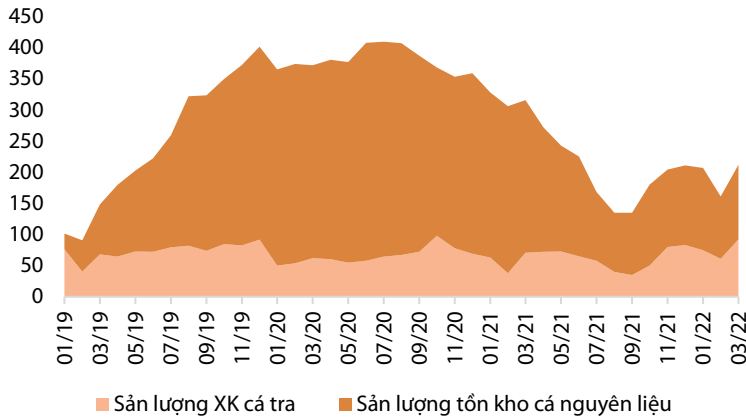
Việc giảm diện tích thả nuôi năm 2021 do chi phí nuôi cao và giá xuất khẩu thấp không khuyến khích người nuôi, khiến lượng cá nguyên liệu tồn kho giảm xuống mức thấp. Sự bùng nổ xuất khẩu vào đầu năm 2022 khiến nguồn cung không đáp ứng kịp trong khi giá thức ăn tiếp tục leo thang, khiến giá nguyên liệu hiện tại tăng khoảng 40% so với đầu năm (ở mức 30.000 - 32.000 đồng). Đến cuối tháng 3/2022, diện tích thả nuôi cá tra mới chỉ bằng 94% so với cùng kỳ. Tình trạng thiếu nguyên liệu dự báo sẽ tiếp tục cho đến ít nhất Q3/2022. **(Hình 6)**

Với áp lực chi phí, giá cá tra xuất khẩu đang tăng tương ứng. Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng các nhà chế biến tự cung cấp nguyên liệu (60-70%) như VHC sẽ có khả năng mở rộng biên lợi nhuận. Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng giá bán trung bình của VHC và giá cá nguyên liệu sẽ tăng lần lượt 33% YoY và 23% YoY (giả định chi phí thức ăn chăn nuôi tăng 25% YoY). Theo đó, biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 19,4% trong năm 2021 lên 22,3% trong năm 2022. Đồng nghĩa với chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp nửa cuối năm 2022 sẽ giảm so với mức của nửa đầu 2022 (~23,5%) do tác động của chi phí cá nguyên liệu sẽ được phản ánh rõ ràng trong nửa cuối năm trong khi giá bán có khả năng giảm so với nửa đầu 2022 khi tình trạng thiếu nguyên liệu dần giảm bớt.

Do đó, chúng tôi dự phóng LNST năm 2022 của VHC đạt 2.159 tỷ đồng (+96% YoY), nhờ (1) tăng trưởng doanh thu 61% YoY trong năm 2022; (2) tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 293 bps YoY, đạt 22,3%; (3) Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm từ 6,1% trong năm 2021 xuống 5,1% trong năm 2022.

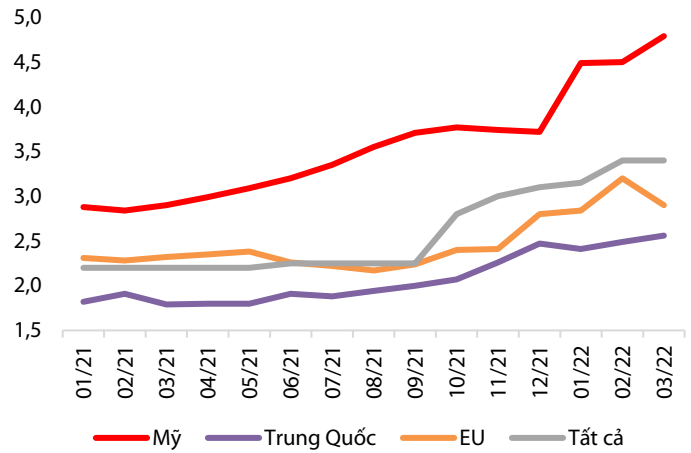
Dự phóng Q2 2022: Chúng tôi kỳ vọng LNST của VHC sẽ tiếp tục đạt mức đỉnh mới trong Q2 nhờ thúc đẩy doanh thu từ phi lê trong khi biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ 80 điểm phần trăm QoQ do lo ngại về giá cá nguyên liệu tăng mạnh trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung trong nước. Do đó, trong Q2 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST đạt 4.255 tỷ đồng (+82% YoY) và 679 tỷ đồng (+160% YoY). Ngoài ra, khả năng hoàn nhập một phần khoản dự phòng hàng tồn kho đã ghi nhận vào Q1 2022 có thể là yếu tố tích cực giúp lợi nhuận Q2 tăng đột biến hơn kỳ vọng.

Hình 6: Sản lượng xuất khẩu cá tra và tồn kho cá nguyên liệu Việt Nam (nghìn tấn)



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Giá bán cá tra theo thị trường (USD/kg)



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Trong dài hạn, hướng đến mục tiêu trở thành một công ty F&B trên lĩnh vực chăm sóc sức khỏe

VHC đang hướng tới mục tiêu trở thành công ty F&B tập trung vào các sản phẩm nông nghiệp chăm sóc sức khỏe. Bên cạnh mặt hàng xuất khẩu chính là cá tra (Vinh Foods), công ty sẽ đẩy mạnh 3 mảng (Vinh Wellness, Vinh Agriculture và Vinh Technology), đồng thời phát triển thương hiệu nội địa (BASAmaster). Thứ nhất, công ty sẽ tiếp tục phát triển các sản phẩm chăm sóc sức khỏe (collagen & gelatin từ da cá) bằng cách mở rộng thị trường, nâng cấp sản phẩm mới và mở rộng năng lực sản xuất. Tiếp theo, VHC cũng đang xây dựng nhà máy trái cây Thanh Ngọc, dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2022 với các sản phẩm chính là thanh long, dưa, xoài (trái cây đông lạnh, rau đông lạnh, trái cây cô đặc). Năm 2022, công ty sẽ tung ra các sản phẩm trái cây mới (sản phẩm nước trái cây lên men và kẹo cao su hương trái cây). Thứ ba, Vinh Technology được coi là con đường dẫn dắt VHC vào lĩnh vực công nghệ thực phẩm và công nghệ sinh học. Vinh Tech đã đầu tư chiến lược vào Shiok Meats và Entobel, trong các ngành công nghiệp protein thay thế và protein từ côn trùng.

Mặc dù các khoản đầu tư "hạt giống mới" sở hữu cơ hội tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ, chúng tôi cho rằng các mảng mới này (ngoại trừ mảng collagen & gelatin) sẽ không đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận của VHC trong ngắn hạn, cụ thể là giai đoạn 2022 - 2023. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng mảng collagen & gelatin và trái cây sẽ ngày càng đóng góp vào lợi nhuận của công ty do lợi thế về quy mô kinh tế nhờ phân phối nhiều sản phẩm mới thông qua mạng lưới phân phối rộng khắp của phân khúc cá tra, giúp giảm chi phí trên mỗi mặt hàng. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng việc phát triển các mảng kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận cao hơn (C&G và Trái cây) sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận dài hạn của VHC. Đối với mảng C&G, chúng tôi dự phóng LNST tăng trưởng kép hàng năm là 15% cho giai đoạn 2021-2026F và đóng góp 16% vào tổng LNST của VHC trong năm 2022, trong khi đó chúng tôi chưa đưa mảng trái cây vào mô hình định giá vì không có thông tin chi tiết về kế hoạch kinh doanh và hiệu quả hoạt động.

Dự phóng 2022

Bảng 2: Dự phóng báo cáo KQKD 2022

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022F	% Thay đổi	Nhận định
Doanh thu thuần	9.054	14.586	61%	
- Sản phẩm cá tra	5.948	10.020	68%	Trong năm tài chính 2022, chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu cá tra phi lê và giá bán bình quân tăng 21,4% YoY (ở mức 99.824 tấn) và 33,2% YoY (tương ứng 4,16 USD/kg, được hỗ trợ bởi nhu cầu đáng kể và giá bán tăng mạnh, đặc biệt là tại thị trường Mỹ).
- Phụ phẩm	1.697	2.030	20%	
- Collagen & Gelatin	642	813	27%	Doanh thu C&G kỳ vọng tăng 27% YoY do công suất collagen tăng.
- SGC (HNX: SGC) (*)	383	530	38%	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu SGC sẽ tăng 38% YoY trong FY22, nhờ công suất hoạt động của các sản phẩm liên quan đến gạo cao hơn và phục hồi từ mức nền thấp của năm 2021.

- Khác	408	1,193	204%	
Lợi nhuận gộp	1.752	3.250	85%	
Chi phí SG&A	(556)	(751)	35%	Chúng tôi kỳ vọng chi phí bán hàng/doanh thu trong năm tài chính 2022 sẽ là 2,8%, thấp hơn nhiều so với mức 3,8% trong năm tài chính 2021 do VHC chuyển chủ yếu đơn hàng CIF sang FOB.
EBIT	1.196	2.499	109%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	92	52	-43%	Chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay sẽ tăng 133% YoY trong năm tài chính 2022 do gia tăng nợ để tài trợ cho CAPEX lớn.
LNST	1.101	2.159	96%	
Biên lợi nhuận gộp	19,4%	22,3%	293 bps	
SG&A/Doanh thu	6,1%	5,1%	-99 bps	
Tỷ suất EBIT	13,2%	17,1%	392 bps	
Biên ròng	12,2%	14,8%	262 bps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá

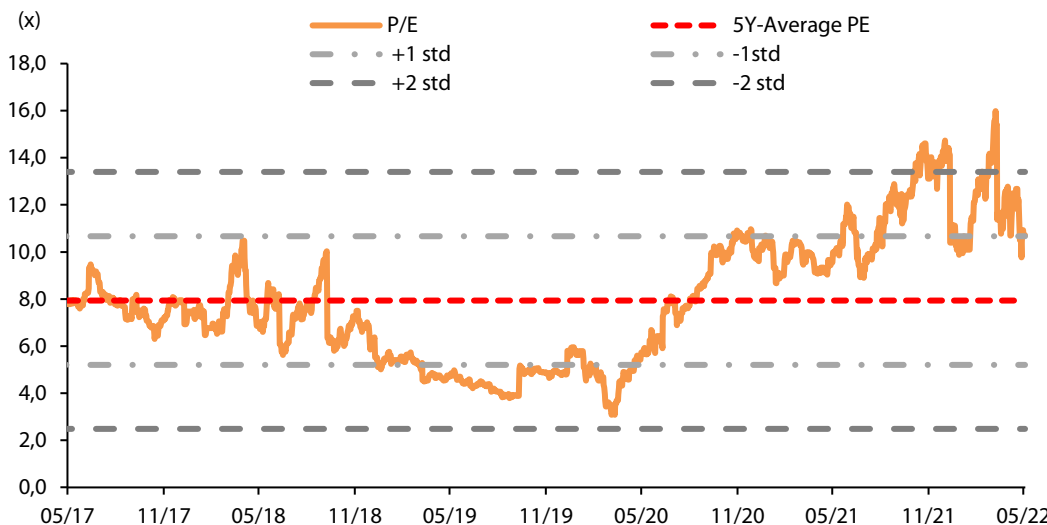
Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp DCF (50%) và SoTP (50%) để định giá giá mục tiêu một năm của VHC là 114.600 đồng/cổ phiếu. Ở mức giá mục tiêu, VHC đang giao dịch với P/E dự phóng một năm là 9,9 lần, cao hơn 15% so với mức trung bình trong lịch sử là 7,9 lần, được phản ánh bởi triển vọng tươi sáng xứng đáng với mức bội số cao hơn.

Bảng 3: Tóm tắt định giá VHC

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá (VND/CP)
FCFF (WACC: 11,9%, g: 1,1%, EV/EBITDA: 6,8x)	50%	104.700
SoTP		
- Cá tra PE @ 10x; EPS @ 9.556 đồng		
- C&G PE @ 15x; EPS @ 1.651 đồng	50%	124.600
- SCG PE @ 13x; EPS @ 328 đồng		
Tổng	100%	114.600

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 8: Lịch sử PE của VHC



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: So sánh các công ty trong ngành cá tra

Cổ phiếu	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	ROE (%)	ROA (%)	Tăng trưởng doanh số TTM (%)	Tăng trưởng EPS TTM (%)	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	TTM PE (x)	PE trung bình 5 năm
ANV	7.170	10,9	5,4	1,6	-36,3	15,8	3,7	18,4	13,7
MPC	7.578	11,6	7,0	-5,2	-6,1	14,3	4,8	12,4	9,0
FMC	4.348	18,4	11,7	17,8	7,5	10,2	5,1	13,8	7,6
ACL	1.134	12,7	6,0	27,5	49,3	12,7	3,5	12,1	12,6
IDI	5.964	10,5	4,1	-10,2	42,5	8,9	2,4	14,0	11,2
TRUNG BÌNH	4.347	12,8	6,9	6,3	11,4	12,4	3,9	14,1	10,8
TRUNG VỊ	4.416	11,6	6,0	1,6	7,5	12,7	3,7	13,8	11,2
VHC	19.996	26,1	17,3	28,7	52,8	19,4	12,1	10,1	7,9

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

Bảng 5: So sánh các công ty trong mảng C&G

Công ty	Quốc gia	Mã BB	Vốn hóa (Triệu USD)	ROE (%)	ROA (%)	Tăng trưởng doanh số TTM (%)	Tăng trưởng EPS TTM (%)	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	TTM PE (x)	TTM P/B (x)
Nitta-Gelatin	Nhật Bản	4977 JP	86	4,9	2,3	4,0	-2,0	20,6	2,3	14,2	0,6
PB Leiner	Bỉ	TESB BB	1.440	N/A	N/A	19,8	89,6	26,3	9,2	N/A	1,2
Nutribiotech	Hàn Quốc	222040 KS	95	-10,3	-1,9	8,5	47,3	13,1	-2,0	N/A	2,2
Amicogen	Hàn Quốc	092040 KS	463	-6,5	-3,2	7,8	-88,3	36,0	-8,8	N/A	3,0
Nippi	Nhật Bản	7932 JP	77	2,8	1,3	10,5	-72,9	24,6	2,9	11,7	0,3
Rousselot	Mỹ	DAR US	12.363	21,6	11,3	32,7	119,1	26,2	13,7	18,5	3,6
Narmada Gelatin	Ấn Độ	SWG IN	16	4,1	3,5	0,4	-34,3	N/A	4,2	14,2	0,9
Advanced Enzyme Technologies	Ấn Độ	ADVENZY IN	400	16,1	13,7	13,3	13,0	N/A	29,1	21,3	3,2
Integra LifeSciences	Mỹ	IART US	4.951	13,4	5,7	12,4	26,6	63,3	17,1	24,0	3,1
Royal DSM	Hà Lan	DSM NA	25.720	18,0	9,9	13,5	137,1	34,4	16,4	22,5	2,6
Croda International	Anh	CRDA LN	11.789	19,5	10,3	35,9	48,3	49,7	17,2	29,4	5,5
Ashland	Mỹ	ASH US	5.460	6,1	2,9	4,7	N/A	31,7	7,3	30,3	1,6
TRUNG BÌNH				8,2	5,1	13,0	22,9	32,8	8,5	21,0	2,3
TRUNG VỊ				6,1	3,5	9,5	26,6	29,0	8,2	22,2	2,4

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

	Tỷ đồng			
KQ HKKD	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E
Doanh thu thuần	7.037	9.054	14.586	14.299
Giá vốn	6.036	7.302	11.336	11.074
Lãi gộp	1.001	1.752	3.250	3.225
Chi phí bán hàng	171	344	435	386
Chi phí quản lý	147	212	316	312
Thu nhập từ HĐTC	233	201	184	224
Chi phí tài chính	107	107	132	141
Lợi nhuận khác	-18	-2	-	-
Lợi nhuận công ty liên kết	-	-	-	-
LN trước thuế	791	1.288	2.551	2.611
Thuế TNDN	86	178	379	388
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	9	14	15
Lợi nhuận sau thuế	705	1.119	2.159	2.207
EBIT	683	1.196	2.499	2.527
EBITDA	883	1.482	2.846	2.972

%

Chỉ số tài chính	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	-10,5	28,7	61,1	-2,0
Lợi nhuận HKKD	-31,9	67,7	92,1	4,4
EBITDA	-39,7	75,2	108,9	1,1
Lợi nhuận sau thuế	-40,3	58,8	95,8	2,3
Tổng tài sản	8,9	21,3	30,3	15,3
Vốn chủ sở hữu	6,1	13,6	29,1	23,1

Khả năng sinh lợi (%)

LN gộp/doanh thu	14,2	19,4	22,3	22,6
EBITDA/doanh thu	12,6	16,4	19,5	20,8
EBIT/doanh thu	9,7	13,2	17,1	17,7
LNST/doanh thu	10,0	12,4	14,6	15,4
ROA	9,8	12,8	18,9	16,8
ROE	13,6	18,7	28,4	23,6

Hiệu quả hoạt động

Vòng quay kh. phải thu	4,1	4,2	5,1	4,4
Vòng quay HTK	4,0	4,1	5,4	4,4
Vòng quay kh. phải trả	7,9	8,3	9,6	8,8

Khả năng thanh toán

Hiện hành	2,5	2,1	2,2	2,5
Nhanh	1,7	1,4	1,5	1,8

Cấu trúc tài chính (%)

Tổng nợ/ Vốn CSH	22,7	32,2	31,1	25,2
Vay ngắn hạn/ Vốn CSH	21,4	29,3	28,3	23,0

	Tỷ đồng			
Bảng CĐKT	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E
Tiền	41	195	152	174
Đầu tư ngắn hạn	1.365	1.272	1.999	2.376
Khoản phải thu	1.699	2.134	2.856	3.236
Tồn kho	1.498	1.790	2.103	2.505
Tài sản ngắn hạn khác	124	150	169	198
Tài sản cố định hữu hình	1.887	2.329	3.201	3.780
Tài sản cố định vô hình	339	592	545	499
Đầu tư dài hạn	62	66	66	66
Tài sản dài hạn khác	177	205	292	286
Tổng tài sản	7.202	8.734	11.383	13.120
Khoản phải trả	762	882	1.182	1.265
Vay và nợ ngắn hạn	1.106	1.723	2.165	2.152
Vay và nợ dài hạn	69	168	197	205
Vay và nợ khác	13	10	17	16
Quỹ khen thưởng phúc lợi	-	-	108	-
Quỹ khoa học công nghệ	4	6	-	-
Tổng nợ	2.026	2.852	3.669	3.639
Vốn đầu tư của CSH	2.058	2.058	2.058	2.424
Cổ phiếu quỹ	-114	-114	-	-
Lợi nhuận giữ lại	3.214	3.833	5.537	6.922
Thu nhập khác	-	-	-	-
Quỹ đầu tư phát triển	-	-	-	-
Tổng vốn	5.176	5.882	7.595	9.346
Lợi ích CĐTS	4	105	120	135

Chỉ số định giá	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E
EPS (đồng/cp)	3.844	6.040	11.536	11.796
P/E (x)	10,8	10,4	9,5	9,3
BV (đồng/cp)	26.597	28.225	32.076	41.417
P/B (x)	1,5	2,0	3,4	2,7
DPS (Đồng/cp)	2.000	2.000	2.000	3.000
Tỷ suất cổ tức (%)	2,2	2,2	2,2	3,3

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
SOTP	104.700	50%	52.350
FCFF	124.600	50%	62.300

Giá mục tiêu

114.600

Lịch sử định giá	Giá	Khuyến nghị	Thời hạn
09/2021	60.000	MUA	1 năm
12/2021	75.700	MUA	1 năm
02/2022	83.000	TÍCH LŨY	1 năm
06/2022	114.600	TÍCH LŨY	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)
• Thị trường
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)
• Dầu khí
• Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Ngân hàng
• Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Bán lẻ
• Hàng không
• Logistics
• Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1541)
• Thực phẩm & Đồ uống
• Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1544)
• Thị trường
• Bất động sản
• Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)
• Dệt may
• Thủy sản
• Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thành Analyst

thanh.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1535)
• Ngân hàng
• Bảo hiểm
• Chứng khoán

Nguyễn Ngọc Thảo Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Tiện ích công cộng
• Cảng biển
• Logistics

Trần Thị Ngọc Hà Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Bernard Lapointe Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My Senior Consultant

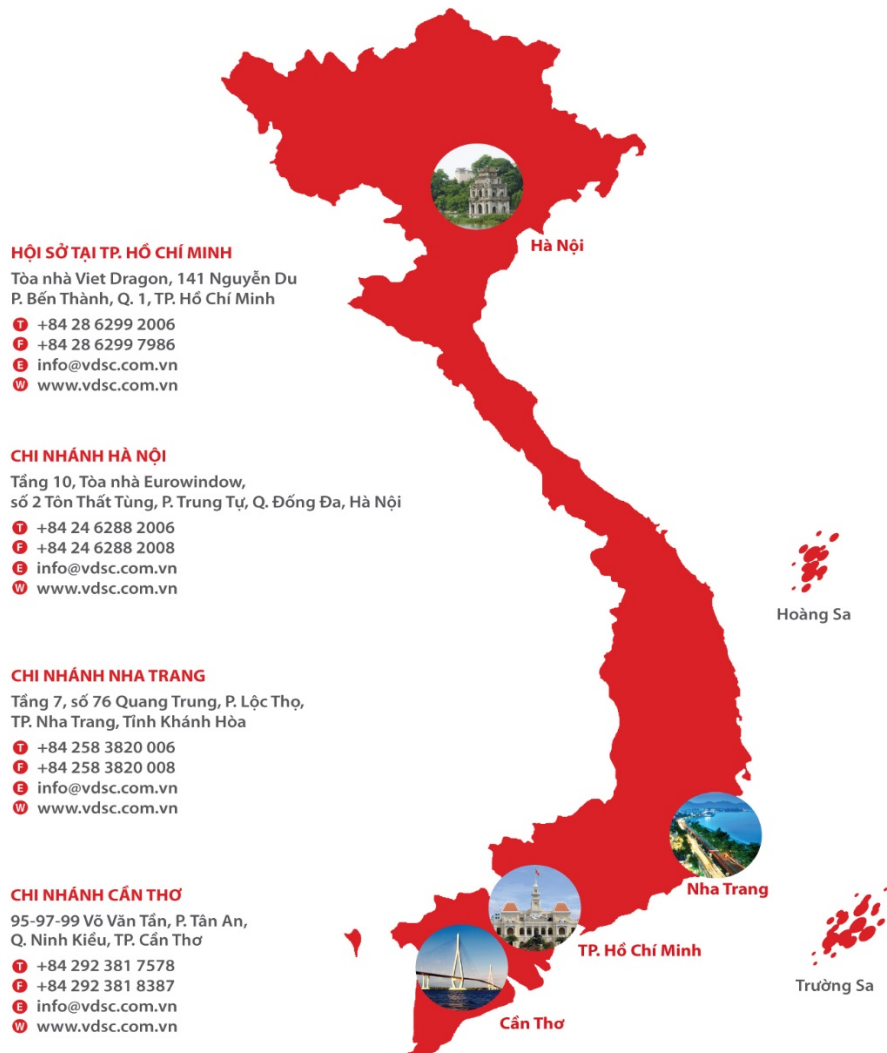
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Công nghệ thông tin

Trần Ngọc Thảo Trang Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2022.**