

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HOSE: VHC)
08.2023

NGÀNH	THỦY SẢN
KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu	83,245
Giá hiện tại	76,900
Tăng/Giảm (+/-)	+8.25%
Ngày 04/08/2023	

KQKD QUÝ 2/2023 PHỤC HỒI SO VỚI QUÝ LIỀN TRƯỚC, MỞ RA TÍN HIỆU TÍCH CỰC CHO 6 THÁNG CUỐI NĂM 2023

Doanh thu giảm so với cùng kỳ 2022 nhưng đã có sự tăng trưởng so với Quý 1/2023. Cụ thể, doanh thu thuần trong quý 2/2023 của VHC đạt 2,724 tỷ đồng (-35.6% YoY), tăng 21.7% QoQ. Theo đó, doanh thu của toàn bộ các sản phẩm chủ chốt giảm so với cùng kỳ nhưng cũng đã ghi nhận những sự cải thiện so với Q1/2023. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, doanh thu thuần của VHC đạt 4,945.3 tỷ đồng, giảm 34.01% YoY và hoàn thành 43% kế hoạch doanh thu năm 2023.

Biên lợi nhuận gộp trong kỳ có sự cải thiện. Công ty ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp đạt 20.65% trong quý 2, mặc dù vẫn thấp hơn quý 2/2022 (25.95%) nhưng mức lãi gộp của VHC đã tăng so với quý 1/2023 (17.31%).

Lợi nhuận giảm so với mức nền cao tại cùng kỳ năm 2022. VHC ghi nhận mức lợi nhuận đạt 429.77 tỷ đồng trong quý 2/2023 (-46.41% YoY), tăng 90.4% QoQ. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, lợi nhuận của VHC đạt 655.52 tỷ đồng, hoàn thành 65.5% kế hoạch lợi nhuận năm 2023.

Kết quả kinh doanh 6 tháng cuối năm 2023 sẽ cải thiện nhờ xuất khẩu. Tồn kho tại thị trường Mỹ đã giảm về mặt bằng bình thường. Lạm phát tại Mỹ đã hạ nhiệt đáng kể và tiêu dùng đang có dấu hiệu tăng tốc trở lại, cho thấy nền kinh tế Mỹ có sự mở rộng mạnh mẽ trong Q2/2023.

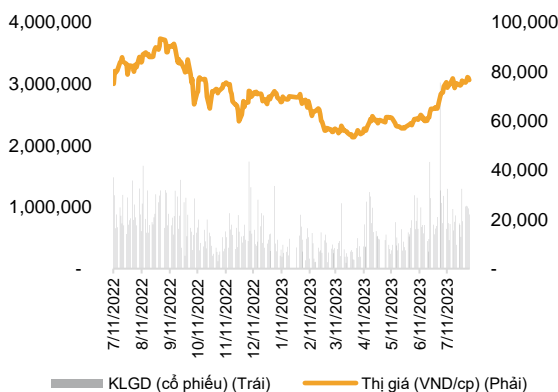
Nguồn cung bị thu hẹp sẽ hỗ trợ giá cá xuất khẩu. So với năm ngoái, nguồn cung cá tra đang có sự thu hẹp bởi việc người dân không tích cực trong việc thả nuôi do giá cá tra nguyên liệu và cá tra giống trong 6T2023 đang thấp hơn mức giá thành sản xuất.

Đa dạng hóa sản phẩm giúp tối ưu hóa lợi nhuận và khai thác thị trường trong nước. VHC tiếp tục phát triển sản phẩm mới như surimi và thanh cua làm từ cá tra, nghiên cứu các sản phẩm khác như cá hồi fillet và các sản phẩm hải sản nhập khẩu khác để đa dạng hóa nguồn nguyên liệu, tận dụng tối đa công suất sản xuất và nguồn cung cấp các sản phẩm thủy sản đông lạnh.

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị đối với cổ phiếu VHC ở mức **NĂM GIỮ**, giá mục tiêu 12 tháng là **83,245 đồng/cp (upside 8.25%)**

Một số chỉ tiêu chính	2022	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	13,231	10,922
LN gộp (tỷ VND)	2,976	2,050
LN ròng (VND)	2,013	1,276
Tăng trưởng LNR (%)	81.9%	-36.6%
EPS (VND)	10,771	6,827
Tăng trưởng EPS (%)	79.37%	-36.62%
BVPS (VND)	41,356	46,026
ROE (%)	29.09%	15.43%
ROA (%)	19.44%	10.56%

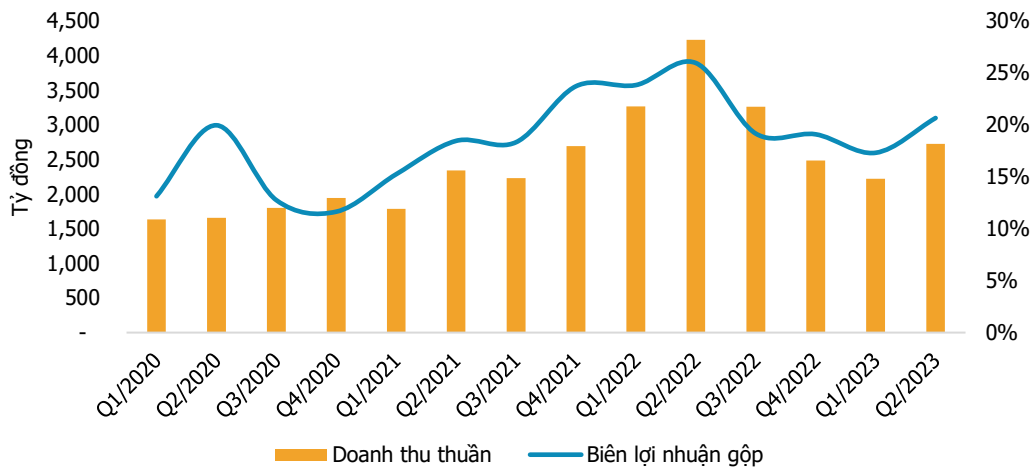
Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

Trương Thị Lệ Khanh	43.16%
Dragon Capital	7.96%
Misubishi Corp	6.54%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Minh Quang
quangnm@psi.vn

Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của VHC hàng quý

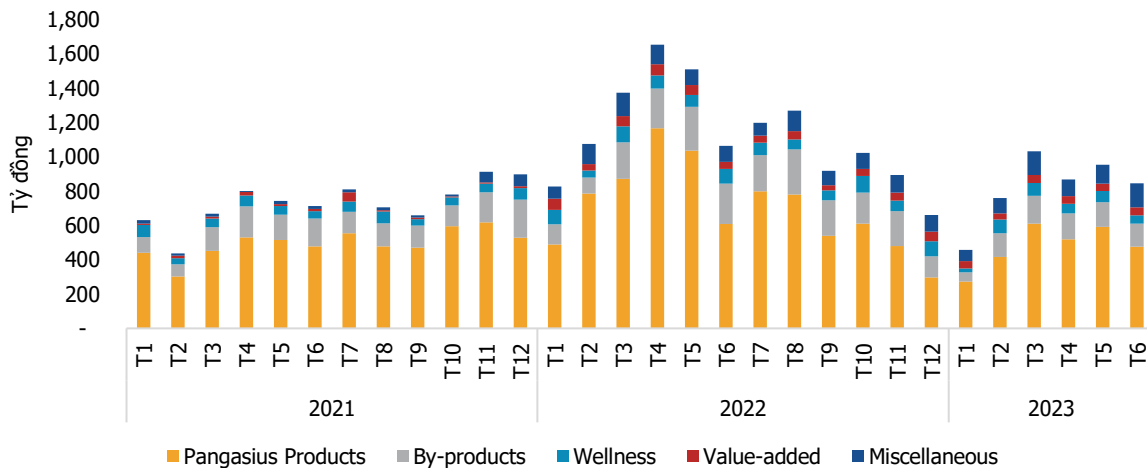


Nguồn: BCTC VHC, PSI tổng hợp

Doanh thu giảm so với cùng kỳ. Doanh thu thuần trong quý 2/2023 của VHC đạt 2,724 tỷ đồng, giảm 35.6% YoY, nhưng tăng 21.7% so với Q1/2023. Theo đó, trong quý 2/2023, doanh thu của toàn bộ các sản phẩm chủ chốt giảm so với cùng kỳ nhưng cũng đã ghi nhận những sự cải thiện so với quý liền trước.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, doanh thu thuần của VHC đạt 4,945.3 tỷ đồng, giảm 34.01% YoY và hoàn thành 43% kế hoạch doanh thu năm 2023. Nguyên nhân do giá cá tra và sản lượng xuất khẩu giảm mạnh so với cùng kỳ tại tất cả các thị trường, đặc biệt là thị trường Mỹ. Cụ thể, sản lượng xuất khẩu ước tính giảm 21.81% YoY và giá cá tra xuất khẩu ước tính giảm 14.94% YoY.

Cơ cấu doanh thu theo tháng của VHC



Nguồn: VHC, PSI tổng hợp

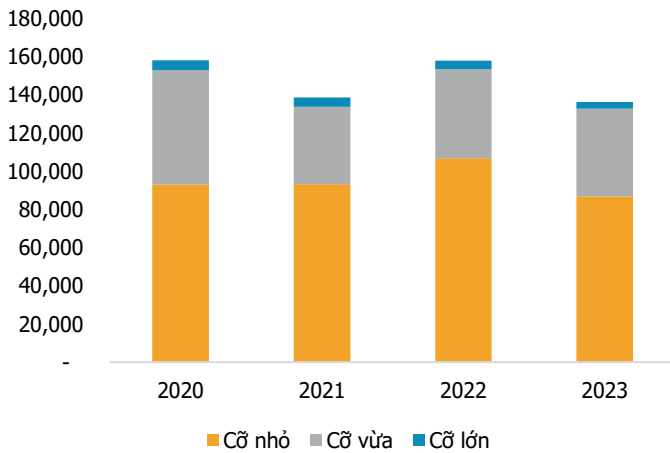
Biên lợi nhuận gộp trong kỳ có sự cải thiện. Công ty ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp đạt 20.65% trong quý 2, mặc dù vẫn thấp hơn quý 2/2022 (25.95%) nhưng mức lãi gộp của VHC đã tăng so với quý 1/2023 (17.31%). Kết quả này đến từ việc giá cá tra nguyên liệu và giá cước vận tải biển suy giảm, cùng với việc giá cá tra xuất khẩu đi các thị trường Mỹ tăng so với đầu năm giúp công ty cải thiện mức biên lãi gộp.

Chi phí tài chính trong quý 2/2023 có xu hướng giảm. Theo đó, chi phí tài chính trong quý 2/2023 của VHC đạt 49.48 tỷ đồng, giảm 55% so với cùng kỳ và giảm 45.26% QoQ. Mặt bằng lãi suất đã giảm trong thời gian gần đây có thể giúp cho doanh nghiệp tiết giảm chi phí lãi vay trong các quý tới.

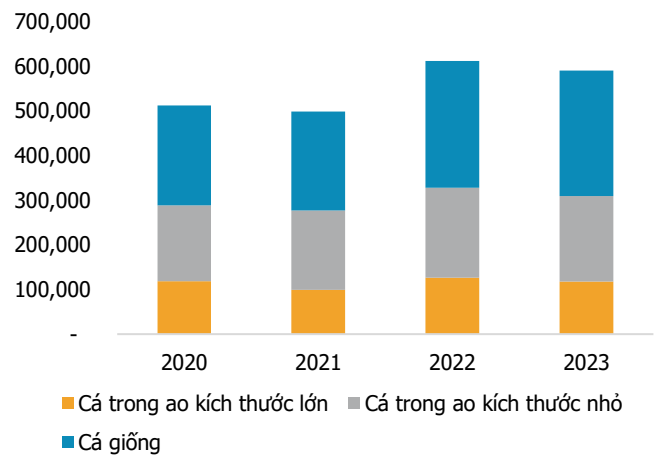
Lợi nhuận giảm so với mức nền cao tại cùng kỳ năm 2022. VHC ghi nhận mức lợi nhuận đạt 429.77 tỷ đồng trong quý 2/2023, giảm 46.41% YoY nhưng đã tăng 90.4% QoQ. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, lợi nhuận của VHC đạt 655.52 tỷ đồng, hoàn thành 65.5% kế hoạch lợi nhuận năm 2023.

Kết quả kinh doanh 6 tháng cuối năm 2023 sẽ cải thiện nhờ xuất khẩu. Tồn kho tại thị trường Mỹ đã giảm về mặt bằng bình thường. Tuy nhiên, nhu cầu đối với sản phẩm thủy sản vẫn yếu vì kinh tế khó khăn và mặt bằng giá cả vẫn cao. Ngoài ra, năng lực lưu kho của các nhà nhập khẩu tại Mỹ hạn chế trong khi chi phí lưu kho lạnh cao. Trong khoảng thời gian vừa qua, các siêu thị tại Mỹ đã đưa ra các loại chiết khấu cao đối với sản phẩm thủy sản để kích cầu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng trong thời gian tới, nhu cầu đối với các sản phẩm thủy sản sẽ cao hơn, sản lượng xuất khẩu của VHC sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn.

Sản lượng tồn kho cá da trơn thành phẩm theo kích cỡ tại Mỹ



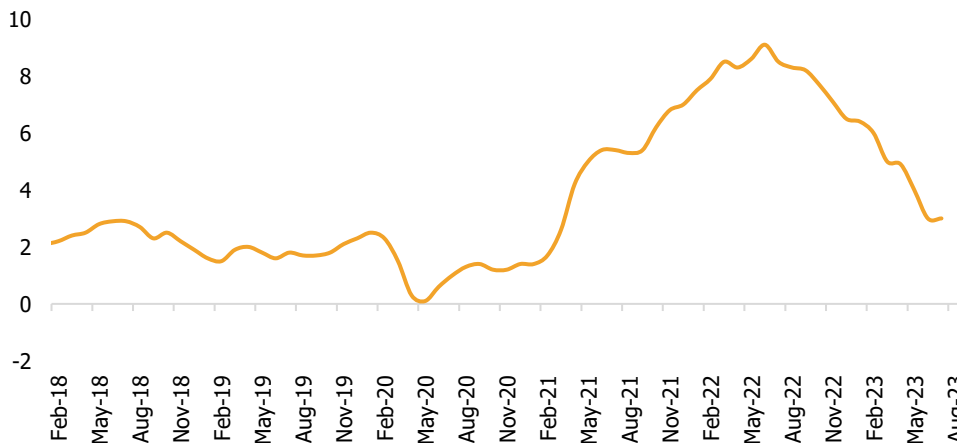
Sản lượng tồn kho cá da trơn trong ao và cá giống tại Mỹ



Nguồn: USDA, PSI tổng hợp

Cùng với đó, lạm phát tại Mỹ đã hạ nhiệt đáng kể và tiêu dùng đang có dấu hiệu tăng tốc trở lại, cho thấy nền kinh tế Mỹ có sự mở rộng mạnh mẽ trong Q2/2023. Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ cá da trơn tại thị trường Mỹ sẽ có cải thiện tích cực hơn khi lạm phát đã hạ nhiệt và hoạt động tiêu dùng, ăn uống trở lại.

CPI US Monthly YoY SA



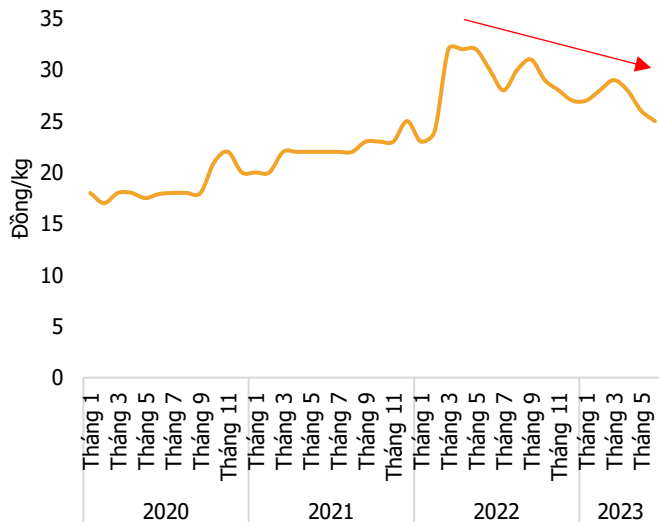
Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Đối với thị trường xuất khẩu lớn thứ 2 của VHC là Trung Quốc, do nhu cầu tiêu thụ trên toàn cầu suy giảm, xuất khẩu thủy sản của Trung Quốc cũng đã chịu tác động tiêu cực trong Q1/2023. Vì vậy, các doanh nghiệp xuất khẩu Trung Quốc đã tập trung vào thị trường

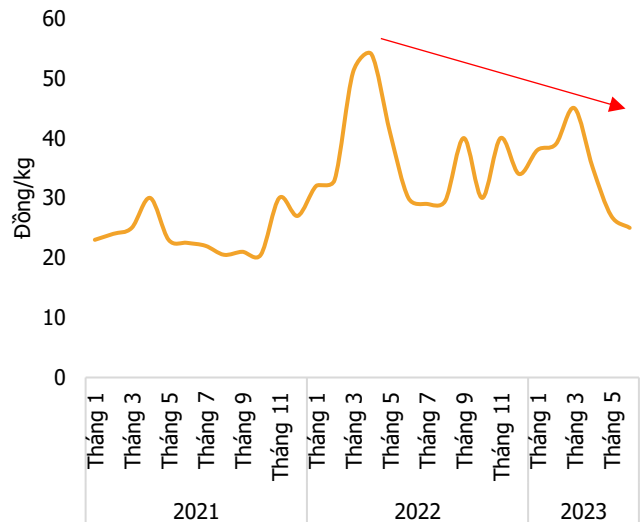
nội địa, từ đó làm giảm nhu cầu nhập khẩu vào đầu năm nay. Do đó, chúng tôi cho rằng chúng tôi cho rằng xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc sẽ hồi phục chậm hơn và sẽ diễn ra trong quý cuối năm 2023 khi nhu cầu trên toàn thị trường phục hồi bởi nhu cầu tăng cao dịp lễ hội cuối năm.

Nguồn cung bị thu hẹp sẽ hỗ trợ giá cá xuất khẩu. So với năm ngoái, nguồn cung cá tra đang có sự thu hẹp bởi việc người dân không tích cực trong việc thả nuôi do giá cá tra nguyên liệu và cá tra giống trong 6T2023 đang thấp hơn mức giá thành sản xuất (do giá thức ăn chăn nuôi neo cao). Do đó, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn, nguồn cung suy giảm và nhu cầu cao trong quý 4/2023 tạo áp lực tăng giá bán, tác động tích cực đến doanh thu VHC.

Giá cá tra nguyên liệu



Giá cá tra giống mẫu 30 con/kg



Nguồn: PSI tổng hợp

Giá cước vận tải giảm mạnh kỳ vọng giảm bớt chi phí cho doanh nghiệp. Mặc dù Vinh Hoàn chủ yếu ký hợp đồng FOB nên không phải chịu phí vận tải trực tiếp nhưng doanh nghiệp chia sẻ chi phí vận chuyển với đối tác để thúc đẩy doanh thu và duy trì mối quan hệ với khách hàng. Việc giá cước vận tải giảm kỳ vọng sẽ giảm bớt chi phí cho VHC. Trong 6 tháng đầu năm 2023, chi phí vận chuyển và lưu kho của VHC chiếm 46.1% trong chi phí bán hàng (-38.24% YoY).

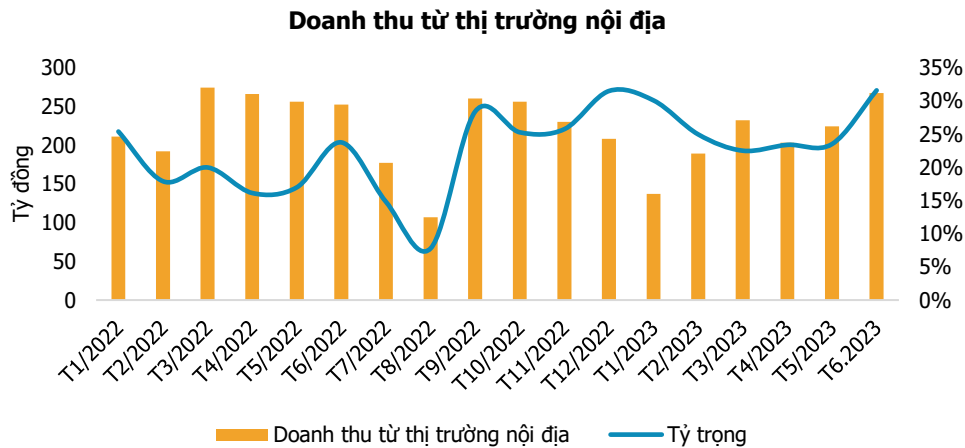
BDIY Index



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Đa dạng hóa sản phẩm giúp tối ưu hóa lợi nhuận và khai thác thị trường trong nước. Từ năm 2021, VHC đã tiến vào lĩnh vực khai thác hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) và phát triển thị trường trong nước qua thương vụ M&A doanh nghiệp trong lĩnh vực thủy sản nhưng tương đối ổn định là CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang (SGC) và thành lập Công ty TNHH Nông sản Thực phẩm Thành Ngọc (TNG Food). Đồng thời phát triển dòng sản phẩm thủy sản được chế biến BASAmaster (bao gồm 14 sản phẩm) dành riêng cho thị trường

nội địa. Cùng với đó, VHC tiếp tục phát triển sản phẩm mới như surimi và thanh cua làm từ cá tra, nghiên cứu các sản phẩm khác như cá hồi fillet và các sản phẩm hải sản nhập khẩu khác để đa dạng hóa nguồn nguyên liệu, tận dụng tối đa công suất sản xuất và nguồn cung cấp các sản phẩm thủy sản đông lạnh. Điều này sẽ giúp Vĩnh Hoàn khai thác được thị trường trong nước và giảm mức biến động theo chu kỳ xuất khẩu cá tra. Tính đến hết tháng 6/2023, doanh thu từ thị trường Việt Nam đạt khoảng từ 130 đến 267 tỷ đồng, chiếm trung bình khoảng 22% tổng doanh thu tháng của VHC. Và trong tương lai, khi Vĩnh Hoàn có xu hướng tăng tỷ trọng các sản phẩm thủy sản có nguồn doanh thu ổn định thì có thể doanh thu từ thị trường trong nước sẽ còn tăng cao.



Nguồn: VHC, PSI tổng hợp

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2023 của VHC lần lượt đạt mức 10,921 tỷ đồng và 1,275 tỷ đồng dựa trên các giả định chính dưới đây:

- (1) Ước tính sản lượng cá tra fillet xuất khẩu 2023 là giảm khoảng 10%YoY.
- (2) Giá cá tra xuất khẩu trung bình năm 2023 giảm khoảng 8.4%YoY.
- (3) Doanh thu sản phẩm phụ đạt giảm 17% YoY theo tốc độ hồi phục của sản lượng cá tra xuất khẩu.
- (4) Biên lợi nhuận gộp năm 2023 đạt 18.8% (-3.7% YoY).

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá là DCF và P/E. Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

Phương pháp định giá	Kết quả định giá (VND/cp)
DCF	77,346
P/E	84,721
Tổng hợp kết quả định giá	83,245

Khuyến nghị

Giá cổ phiếu VHC hiện đang giao dịch trên mức PE trung bình 3 năm và đang tiệm cận mức +1sd PE trung bình 3 năm. Tính từ đầu năm 2023, thị trường chứng khoán đã giao dịch tương đối tích cực khi chạm mốc 1,233 điểm và tại đây chỉ số có thể sẽ gặp áp lực điều chỉnh, cổ phiếu VHC có khả năng có sự điều chỉnh theo biến động của chỉ số chung.

Kết hợp định giá dựa trên các phương pháp định lượng và theo dõi biến động giá của cổ phiếu VHC trên thị trường, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VHC.

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	13,231	10,922	11,103
Giá vốn hàng bán	10,255	8,872	8,858
Lợi nhuận gộp	2,976	2,050	2,245
Doanh thu hoạt động tài chính	434	338	379
Chi phí tài chính	370	279	286
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	0.2	0.0	0.0
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	721	634	625
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,319	1,475	1,713
Lợi nhuận khác	3.8	(1.37)	0.05
Lợi nhuận trước thuế	2,323	1,474	1,713
Lợi nhuận sau thuế	2,013	1,276	1,483
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	1,975	1,252	1,456

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	7,640	7,396	7,762
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	2,321	2,380	2,896
Các khoản phải thu	2,330	2,477	2,359
Hàng tồn kho	2,818	2,347	2,332
Tài sản ngắn hạn khác	172	192	175
Tài sản dài hạn	3,943	4,724	4,793
Các khoản phải thu dài hạn	3	2	3
Tài sản cố định	3,389	4,160	4,226
Đầu tư tài chính dài hạn	66	67	67
Tài sản dài hạn khác	484	495	499
Tổng tài sản	11,583	12,120	12,555
Nợ phải trả	3,889	3,586	3,107
Nợ ngắn hạn	3,698	3,391	2,914
Nợ dài hạn	191	194	193
Vốn chủ sở hữu	7,694	8,536	9,450
Vốn điều lệ	1,834	2,237	2,237
Lợi nhuận giữ lại	5,426	5,863	6,777
Nguồn vốn khác	-	1	2
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	171	171	171
Tổng nguồn vốn	11,583	12,121	12,557

Chỉ số chính	2022	2023F	2024F
Định giá			
EPS (VND)	10,771	6,827	6,507
BVPS (VND)	41,356	46,026	41,857
Cổ tức	20%	20%	20%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	22.49%	18.7%	20.2%
Biên EBITDA	15.82%	17.4%	19.6%
Biên LNTT	17.56%	13.4%	15.4%
ROE	29.09%	15.4%	16.1%
ROA	19.44%	10.5%	11.8%
Tăng trưởng			
Lợi nhuận gộp	69.5%	-31.1%	9.51%
Lợi nhuận sau thuế	81.91%	-36.6%	16.2%
EPS	79.37%	-36.62%	-4.69%
Tổng tài sản	32.57%	4.64%	3.59%
VCSH	30.77%	10.92%	10.7%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	2.07	2.18	2.66
Thanh toán nhanh	1.26	1.43	1.80
Nợ/tài sản	33.6%	29.6%	24.8%
Nợ/VCSH	31.04%	27.98%	19.9%
Khả năng thanh toán lãi vay	24.92	14.60	18.65



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,
Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.
Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank
Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4,
phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu,
TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.