

THEO DÕI

Giá mục tiêu: **N/A**

Cập nhật: 22/05/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: Giá cá giống và thức ăn chăn nuôi duy trì đà giảm từ đầu năm.

Tiêu cực: Rủi ro suy thoái; Mức độ cạnh tranh về giá giữa các sản phẩm cá thịt trắng tăng.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu giao dịch quanh vùng **48.000- 50.000 VND**, ở mức chiết khấu trung bình 17,3% so với giá mục tiêu và P/E khoảng 5,2-5,5 lần.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Thủy sản
Giá hiện tại (VND/cp)	57.000
Vốn hóa (Tỷ VND)	10.043
Số lượng CPLH (triệu cp)	183
EPS 4 quý gần nhất	9.004
P/E	6,3
Cao nhất 52 tuần	111.500
Thấp nhất 52 tuần	53.400

VHC

CTCP Vĩnh Hoàn

DSC

TỔNG QUAN

VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam thuộc nhóm đầu ngành với **chuỗi sản xuất tự chủ khép kín cận toàn phần** (70% cá giống, cá nguyên liệu, nguyên liệu cho nhà máy thức ăn chăn nuôi). VHC tập trung **xuất khẩu với thị trường chính là Mỹ, Trung Quốc và Châu Âu**.

Ngoài ra, VHC còn là một trong những doanh nghiệp **đầu ngành Collagen & Gelatin làm từ da cá** với công suất 3.500 tấn/năm.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Nguyên liệu đầu vào giảm, gia tăng biên lợi nhuận

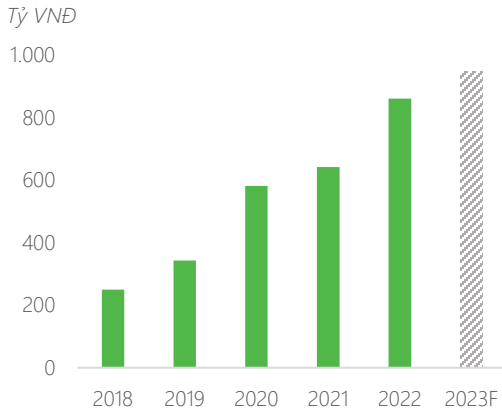
Giá cá tra nguyên liệu tính đến T4/2023 neo mức 1,2 USD/Kg, đã giảm 18% so với đỉnh vào Q2/2022 khi nguồn cung cá tra sụt giảm nghiêm trọng bởi dịch bệnh và giá thức ăn chăn nuôi tăng cao. DSC kỳ vọng giá cá tra nguyên liệu sẽ xuống quanh 1,03-1,1 USD/kg khi giá thức ăn chăn nuôi đi xuống làm gia tăng sản lượng chăn nuôi từ hộ nông dân, phục hồi nguồn cung trở lại. Từ đó giúp biên lợi nhuận của VHC cải thiện từ 2-4 điểm phần trăm.

Bức tranh xuất khẩu cá tra tại các thị trường lớn cùng một gam màu xám

Mỹ, EU và Trung Quốc là ba thị trường xuất khẩu cá tra chủ đạo của Việt Nam. Lũy kế 4T/2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra sang ba thị trường trên giảm trung bình từ 20%-68% so với cùng kỳ năm ngoái. Lý do bởi nhu cầu về cá tra tại các kênh dịch vụ ăn uống HORECA suy yếu vì yếu tố lạm phát và cạnh tranh trực tiếp bởi những mặt hàng cá thịt trắng như cá Minh Thu, cá Tuyền Nga,..

DSC dự kiến giá xuất khẩu cá tra FOB tại Mỹ (4 USD/Kg), EU (3,1 USD/ Kg) và Trung Quốc (2,5 USD/ Kg) sẽ tiếp tục đi ngang hoặc giảm đến cuối năm bởi yếu tố suy giảm về nhu cầu tại các quốc gia trên và yếu tố cạnh tranh về giá bán giữa các mặt hàng xuất khẩu cá thịt trắng khác.

DOANH THU MẢNG C&G



Collagen & Gelatin tăng trưởng, mở rộng dây chuyền sản xuất

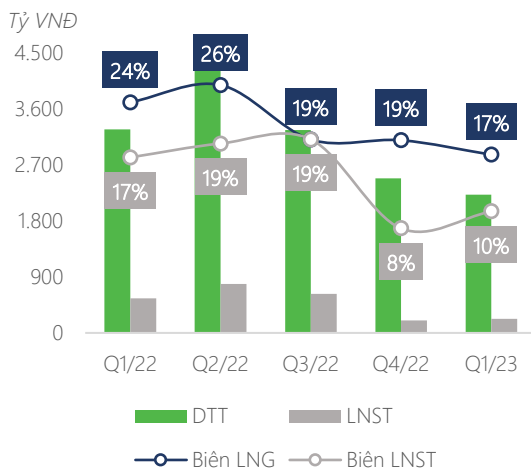
Bắt kịp với xu hướng về nhu cầu từ mảng mỹ phẩm và chăm sóc sức khỏe, VHC thành lập nhà máy C&G từ những năm 2015 và cho đến nay đã xây dựng được thương hiệu mảng C&G trong và ngoài nước. Với việc tăng trưởng doanh thu mảng C&G ngày một nhanh chóng, VHC dự kiến mở rộng thêm 1 dây chuyền sản xuất Gelatin và cải tạo lại nhà máy Vĩnh Hoàn Collagen. DSC ước tính nâng công suất mảng C&G từ 3.500 tấn/năm lên hơn 5.000 tấn/năm, kỳ vọng việc đầu tư trên sẽ giúp tăng trưởng doanh thu mảng C&G của Vĩnh Hoàn lên trung bình khoảng 7-10% cho năm 2023.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu suy giảm và chi phí gia tăng

Doanh thu thuần Q1/23 đạt 2.222 tỷ (-32% YoY), chủ yếu do giá cá tra xuất khẩu đã giảm khoảng 36% so với cùng kỳ bởi nhu cầu tiêu thụ qua kênh HORECA tại các thị trường VHC xuất khẩu chính giảm xuống và doanh nghiệp đang phải giảm giá bán để cơ cấu lại hàng tồn kho, giữ chân khách hàng trong điều kiện khó khăn. VHC mặc dù đã chủ động cắt giảm chi phí bán hàng xuống còn 50 tỷ đồng (-40,5% YoY), tuy nhiên gánh nặng về chi phí tài chính tăng cao với 90 tỷ (+114,2% YoY), đặc biệt là chi phí lãi vay bởi doanh nghiệp vay nợ Q1/2023 tăng cao và lỗi tỷ giá do đồng USD suy yếu hơn những đồng tiền khác. Từ đó ảnh hưởng lớn tới biên LNST của doanh nghiệp. Lợi nhuận sau thuế Q1/2023 của VHC chỉ còn 226 tỷ đồng (- 59,1% YoY).

KQKD Q1/23

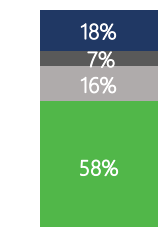


Cơ cấu doanh thu từng mảng ảm đạm

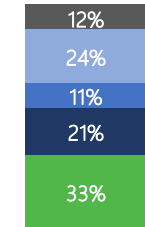
Doanh thu cá tra vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu đạt 58%. Với việc nhà máy thức ăn chăn nuôi Feedone chạy công suất tối đa làm đa dạng hơn doanh thu của VHC khi chiếm tới 12%. Tuy vậy, doanh thu các mảng của VHC đều suy giảm trung bình từ 16%-45% so với cùng kỳ.

VHC khó khăn tại thị trường Mỹ khi cơ cấu doanh thu chỉ còn chiếm 33% (-18% YoY) bởi sự cạnh tranh cao của giống cá thịt trắng với giá bán thấp và nhu cầu suy giảm. DSC kỳ vọng với việc giảm giá bán, lạm phát hạ nhiệt thì cơ cấu doanh thu xuất khẩu cá tra sang Mỹ của VHC sẽ hồi phục trên 65%.

DT THEO SẢN PHẨM Q1/23

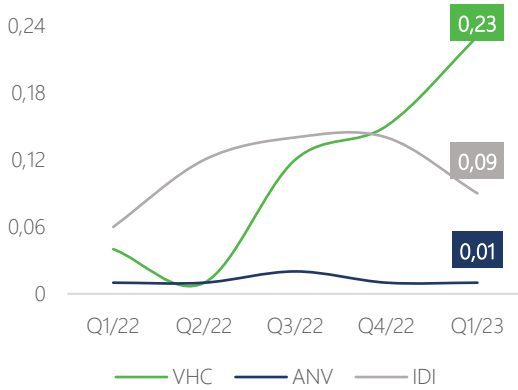


DT THEO ĐỊA LÝ Q1/23



- Khác
- C&G
- Phụ phẩm
- Thành phẩm cá tra
- Mỹ
- Trung Quốc
- Việt Nam
- EU
- Khác

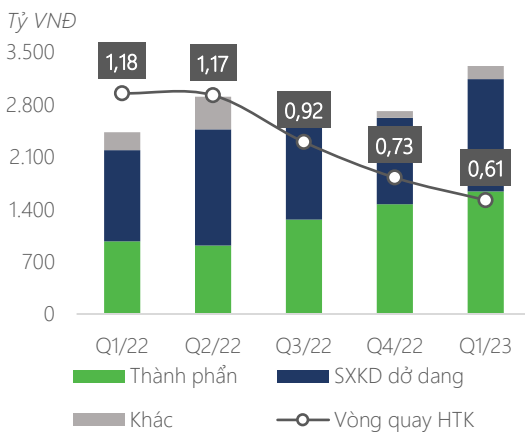
HỆ SỐ THANH TOÁN TIỀN MẶT Q1/23



Gia tăng tiền mặt – Nền móng cho đầu tư nhằm mở rộng công suất

Nhờ doanh thu tăng trưởng từ H1/2022, doanh nghiệp đã tập trung tăng dự trữ tiền mặt khi nhận thấy rủi ro về suy thoái. Hết Q1/2023, hệ số thanh toán tiền mặt của VHC đạt 0,23 lần, cao hơn so với hai doanh nghiệp trên sàn là ANV (0,09 lần) và IDI (0,01 lần). Đây cũng sẽ là tiền đề cho VHC đầu tư cho nhiều dự án mới như mở rộng trang trại nuôi, mở rộng nhà máy thức ăn thủy sản Onefeed,... Với mục tiêu gia tăng công suất đáp ứng nhu cầu trong nước và thế giới.

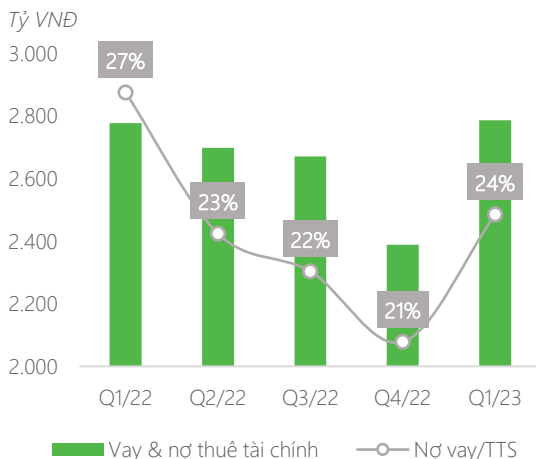
TỒN KHO Q1/23



Tăng tồn kho - Khó xoay vốn

Giá trị hàng tồn kho Q1/2023 đạt 3.316 tỷ đồng (+37% YoY/+22% QoQ). Trong đó giá trị thành phẩm và SXKD dở dang chiếm 95% bởi cá tra đang trong mùa thu hoạch và VHC đang gia tăng sản xuất thức ăn chăn nuôi. Tuy nhiên, trong bối cảnh tiêu thụ khó khăn, do lượng hàng hóa bán ra của doanh nghiệp bị chững lại khiến vòng quay hàng tồn kho của doanh nghiệp giảm mạnh từ 1,18 lần xuống mức 0,61 lần. Điều này vô hình chung làm ảnh hưởng đến cơ hội thu mua nguyên liệu giá thấp hơn của VHC vì theo DSC kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào là giá cá tra nguyên liệu và giá thức ăn chăn nuôi vẫn đang trong xu hướng giảm có thể đến cuối năm.

NỢ VAY Q1/23



Tăng cường vay vốn trở lại bổ sung vốn lưu động

VHC tăng cường huy động vốn trở lại thông qua vay và nợ thuê tài chính Q1/2023 đạt 2.786 tỷ đồng (+0,3% YoY/+16,6% QoQ), nâng chỉ số Nợ vay/TTS của doanh nghiệp lên 24% (+3 điểm % so với Q4/2022). Nợ vay chủ yếu là nợ vay ngắn hạn phục vụ cho việc bổ sung vốn lưu động, cụ thể là tập trung gia tăng sản lượng hàng hóa, sản xuất kinh doanh thức ăn chăn nuôi bởi nhu cầu chăn nuôi cá tra đang hồi phục trở lại. Tuy nhiên, trước tình hình tồn đọng thành phẩm cá tra khi mức tiêu thụ yếu, cộng thêm việc môi trường lãi suất cho vay vẫn giữ ở mức cao, VHC đang vướng phải 1 bài toán tài chính với nhiều khó khăn phía trước.

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

VHC duy trì cổ tức tiền mặt khá đều với tỷ lệ 20% từ 2017-2022. Dự kiến năm 2023, bất chấp tình hình kinh doanh khó khăn, VHC tiếp tục chi trả cổ tức tiền mặt tỷ lệ 20% cho thấy doanh nghiệp muốn củng cố niềm tin của nhà đầu tư trong thời kỳ khó khăn.

Định giá

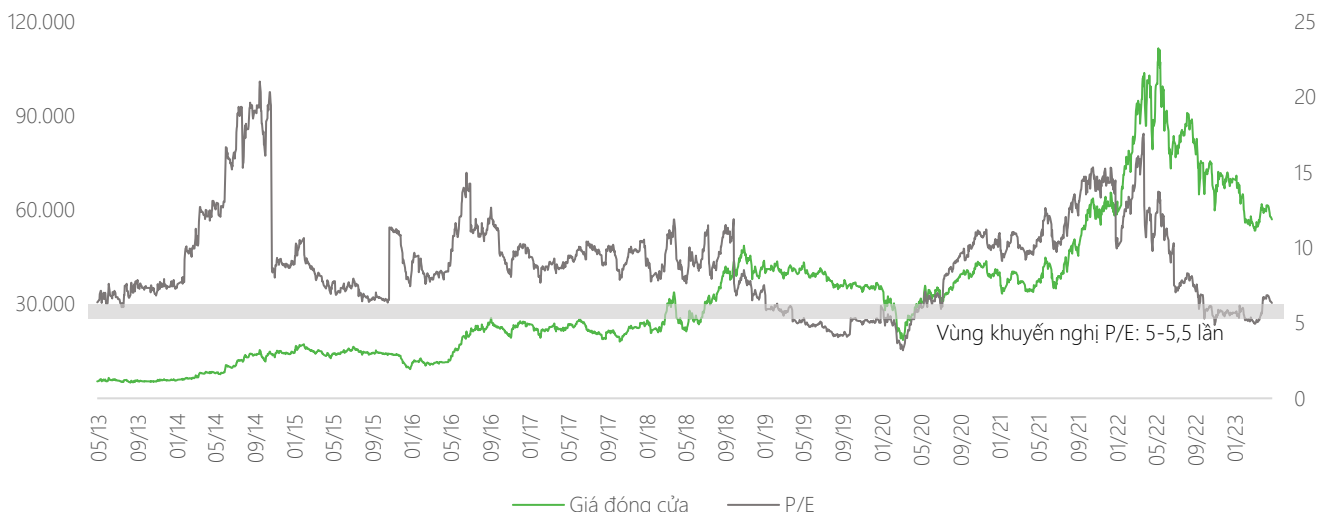
P/E của VHC (kết phiên 22/5/2023) đạt 6,3 lần, thấp hơn trung bình ngành là 7,03 lần và thấp hơn trung bình 10 năm cổ phiếu là 9,04 lần.

Dự phóng kết quả kinh doanh

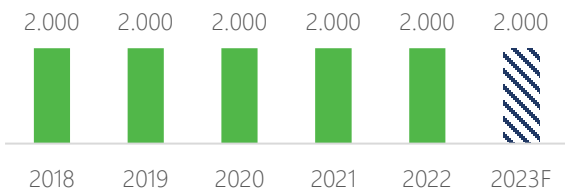
DSC dự phóng kết quả kinh doanh của VHC năm 2023 sẽ không mấy khả quan với doanh thu đạt 10.500 tỷ (-20,6% YoY) và LNST đạt 1.680 tỷ (-16,5% YoY), EPS 2023 đạt 9.180 đ/cp, tương đương P/E fw đạt 6,2 lần. Với tình hình ngành cá tra còn gặp nhiều khó khăn phía trước, DSC không đưa ra định giá cho cổ phiếu VHC.

Thống kê báo cáo phân tích của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu VHC gần đây, giá mục tiêu bình quân là 61.833 VND, **upside 8,5%** so với giá đóng cửa ngày 22/05/2023.

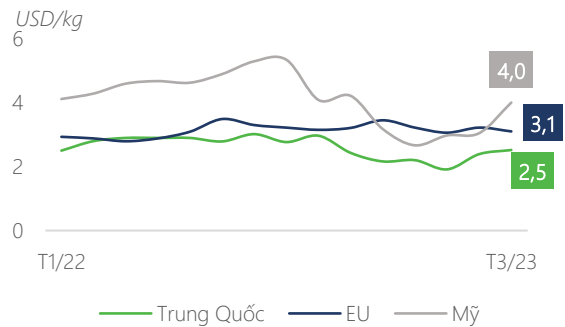
BIỂU ĐỒ GIÁ



CỔ TỨC TIỀN MẶT



GIÁ CÁ TRA XUẤT KHẨU Q1/23



DỰ PHÓNG KQKD 2023

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	9.054	13.231	10.500
Tăng trưởng DTT	28,7%	46,1%	-20,6%
Lợi nhuận gộp	1.756	2.976	1.995
Lợi nhuận sau thuế	1.107	2.013	1.680
Tăng trưởng LNST	53,9%	81,8%	-16,5%

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Vân Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn