

Vĩnh Hoàn (VHC)

Những tín hiệu hạ cánh mềm trong năm 2023F?

Dự phòng hàng tồn kho cao làm giảm LNST trong Q3/22

Trong Q3/22, Vĩnh Hoàn đạt doanh thu 3,261 tỷ đồng (+46.2% n/n và -22.8% q/q), đóng góp chủ yếu bởi 1,502 tỷ đồng (+41% n/n và -24.6% q/q). Biên LN gộp tăng nhẹ 0.8 đpt n/n nhưng giảm 6.8 đpt q/q xuống còn 19% do dự phòng hàng tồn kho đạt 241 tỷ đồng trong Q3/22. Do đó, LNST trong Q3/22 của VHC tăng 79.5% n/n lên 460 tỷ đồng nhưng giảm 41.7% q/q. Nhìn chung, doanh thu 9T22 đạt 10,755 tỷ đồng (+69.1% n/n) và LNST tăng 1,801 tỷ đồng (+178% n/n).

Q4/22F mất đà tăng trưởng

Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu và LNST năm 2022 lên 13,900 tỷ đồng và 2,290 tỷ đồng, +2.6%/27.3% so với ước tính trước đây của chúng tôi. Doanh thu Q4/22F có thể đạt 3,145 tỷ đồng (-3.6% q/q và +16.8% n/n) nhờ xuất khẩu cá tra tăng mạnh theo nhu cầu theo mùa ở hầu hết các thị trường, theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu có thể giảm 13.4% q/q và 28.2% n/n do nhu cầu yếu. Biên LN gộp có thể tăng +3.2% q/q nhưng -3.4% n/n do chúng tôi dự kiến Vĩnh Hoàn hoàn nhập dự phòng khoảng 157 tỷ đồng. Do đó, LNST có thể đạt 489 tỷ đồng (+12% q/1 và +11% n/n).

Giảm 10% EPS trong 2023F

Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính doanh thu/LNST năm 2023 xuống -18.8%/-9.5%, để phản ánh tăng trưởng doanh thu cá tra chậm lại do triển vọng kinh tế giảm. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng mảng Collagen & Gelatin và các sản phẩm liên quan đến gạo của Sa Giang sẽ tăng 14.5%. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST ở mức 12,126 tỷ đồng /1,866 tỷ đồng, -14.9% n/n /-19.2% n/n trong năm 2023F. Chúng tôi cũng đưa ra dự phóng năm 2024 với doanh thu tương đương là 12,481 tỷ đồng/LNST 1,866 tỷ đồng. Ước tính CAGR của EPS cốt lõi -10% trong 2022F-24F.

Chi phí vốn tăng, giảm giá MT 37% xuống 77,000 đồng

Chúng tôi tăng chi phí VCSH lên 18.6% (so với 12.3% trước đây), do lãi suất phi rủi ro tăng từ 3.5% lên 5.5% và phần bù rủi ro VCSH từ 8.0% lên 11.0%. Chúng tôi cũng kết hợp phương pháp định giá hệ số PE bên cạnh phương pháp DCF với tỷ trọng 50:50 trong bối cảnh tăng trưởng mong mang trong năm 2023F. Giá mục tiêu của chúng tôi giảm từ 121,500 đồng xuống 77,000 đồng do chi phí vốn đắt đỏ và triển vọng kinh doanh giảm so với đỉnh điểm 2022. Chúng tôi hạ giá từ MUA xuống NĂM GIỮ. Chúng tôi coi nhu cầu cao hơn dự kiến từ thị trường Mỹ và giá bán trung bình giảm chậm hơn là chất xúc tác tiềm năng cho xu hướng tăng, trong khi nhu cầu yếu và giá đầu vào duy trì ở mức cao khiến biên LN gộp giảm sâu là những yếu tố rủi ro.

	D. thu	LNHĐ	LN ròng	EPS	% tăng	EBITDA	PE E/EBITDA	PB	ROE	DY
	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(Tỷ đồng)	(x)	(x)	(%)	(%)
2020A	7,037	683	722	3,971	(35.5)	883	18.1	13.5	2.5	14.0
2021A	9,054	1,196	1,121	6,162	55.2	1,482	11.7	8.0	2.3	19.4
2022F	13,900	2,617	2,304	12,620	104.8	2,970	5.7	4.0	1.7	29.9
2023F	12,126	2,133	1,862	10,157	(19.2)	2,536	7.1	4.7	1.4	20.2
2024F	12,481	2,067	1,878	10,247	0.9	2,522	7.0	4.7	1.2	17.5

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

VUI LÒNG THAM KHẢO NGUYÊN TẮC KHUYẾN NGHỊ, THÔNG TIN CÔNG KHAI VÀ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM Ở CUỐI BÁO CÁO

Khuyến nghị **NĂM GIỮ**

Giá mục tiêu **77,000** từ 121,500

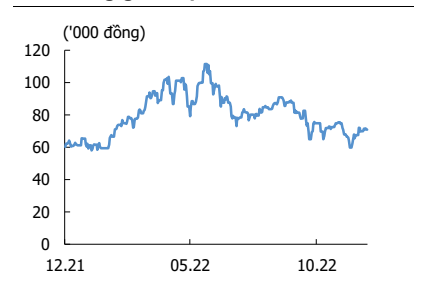
Thông kê

VNIndex (16/12, điểm)	1,052
Giá cp (16/12, đồng)	71,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	12,176
SLCP lưu hành (triệu)	183
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	111,526/58,150
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	71
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	50.2/30.1
Cổ đông lớn (%)	
Trương Thị Lê Khánh	43.2
Mitsubishi Corp	6.5
Dragon Capital	6.9

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(1.4)	(24.3)	9.1
Tương đối với VNI (%)	(13.2)	(9.4)	40.3

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

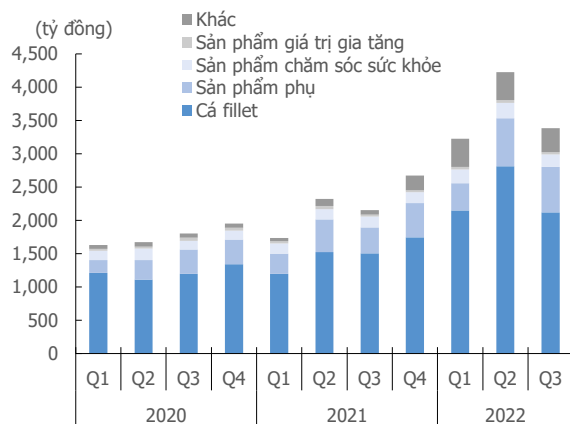
researchdept@kisvn.vn

Doanh số tăng trưởng mạnh nhờ hỗ trợ từ giá bán.

Giá bán cao thúc đẩy doanh thu tăng nhưng dự phòng hàng tồn kho làm giảm LNST trong Q3/22

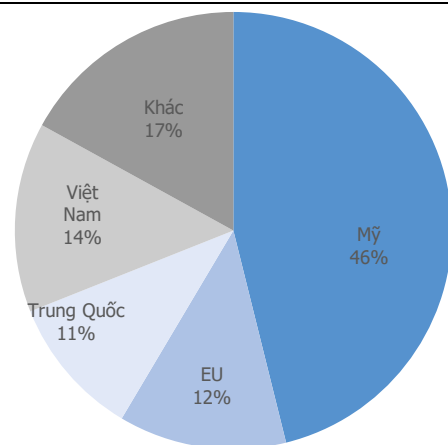
Trong 3Q/22, Vinh Hoàn ghi nhận doanh thu 3,261 tỷ đồng (+46.2% n/n và -22.8% q/q), chủ yếu nhờ doanh thu cá tra 1,502 tỷ đồng (+41% n/n và -24.6% q/q). Trong khi giá bán trung bình (ASP) tăng 33% n/n và 2% q/q, nhu cầu cá tra giảm dần khi khối lượng xuất khẩu trung bình giảm -3.8% n/n và -30.6% q/q. Doanh thu từ Collagen & Gelatin và các sản phẩm liên quan đến gạo Sa Giang đóng góp lần lượt là 188 tỷ đồng (+13.3% n/n và -18.6% q/q) và 84 tỷ đồng (-15% n/n và +19% q/q). Đáng chú ý, xuất khẩu của Vinh Hoàn giảm tốc ở hầu hết các thị trường trong Q3/22, đặc biệt là Mỹ và EU với doanh thu -40,6% q/q và -20,5% q/q. Chỉ có doanh thu xuất khẩu của Trung Quốc là tăng với 28,3% n/n và 6% q/q.

Hình 1. Các sản phẩm khác ngoài cá tra tăng đóng góp vào cơ cấu doanh thu VHC



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Hình 2. Xuất khẩu vào thị trường Mỹ đóng góp 37% doanh thu trong 3Q22

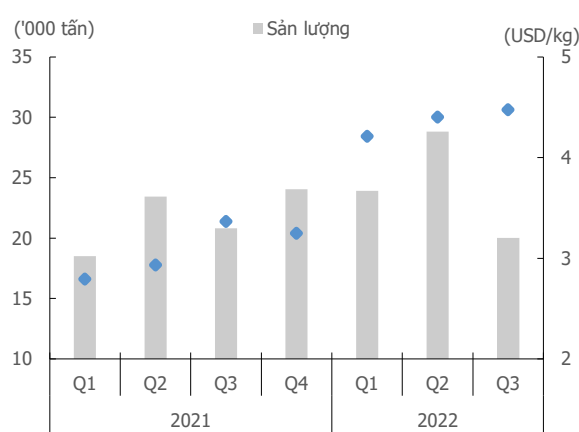


Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Lợi nhuận ổn định, nhưng tăng trưởng biên LN góp q/q đáng chú ý

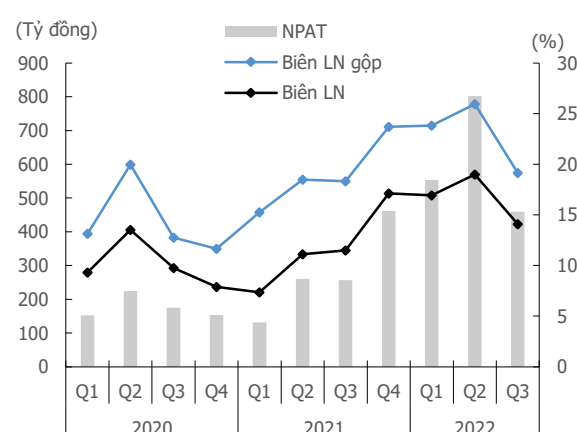
Biên LN góp tăng +0.8% n/n nhưng thu hẹp 6.8% q/q xuống còn 19% trong Q3/22 do dự phòng hàng tồn kho tăng mạnh lên 241 tỷ đồng. Công ty cho rằng việc tăng dự phòng hàng tồn kho là do việc vận chuyển đơn hàng bị đình trệ. Chúng tôi lưu ý rằng công ty thường ước tính tăng dự phòng hàng tồn kho trong quý 3 và hoàn nhập vào quý 4. Chúng tôi cho rằng VHC có thể chủ động tạo điều kiện thuận lợi cho việc hoàn nhập dự phòng vào quý 4 do các đơn hàng bị đình trệ sẽ được giải quyết.

Hình 3. Sản lượng xuất khẩu bất ngờ sụt giảm trong quý 3 năm 2022



Nguồn: Agromonitor, KISVN

Hình 4. Dự phòng hàng tồn kho tăng mạnh làm giảm biên LN góp Q3/22



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Chi phí BH&QLDN trên doanh thu giảm 0.6 đpt n/n, -0.54 đpt q/q, dao động quanh mức 4.4% trong Q3/22. Việc lãi tỷ giá hối đoái 138.8 tỷ đồng trong thu nhập tài chính, tăng vọt 9.1x n/n và 1.5x q/q đóng góp tăng trưởng LNST trong quý này, được bù đắp bằng khoản lỗ tỷ giá hối đoái 65.8 tỷ đồng, +2.9x n/n, +2.0x q/q. Như vậy, LNST của Q3/22 đạt 460 tỷ đồng (+79.5% n/n và -41.7% q/q).

Nhìn chung, KQKD 9T22 đạt doanh thu 10,755 tỷ đồng (+69.1% n/n) và LNST 1,801 tỷ đồng (+177.8% n/n), hoàn thành 84%/113% DT/LNST kế hoạch và 80%/108% ước tính của chúng tôi. Biên LN gộp tăng ở mức 23.2%, +5.7 đpt n/n do giá bán tăng mạnh 43.9% n/n trong 9T22. Chi phí BH&QLDN trên doanh thu tăng nhẹ 1,7 đpt n/n trong khi doanh thu tài chính tăng lên 341.5 tỷ đồng +148,7% n/n nhờ lãi tỷ giá hối đoái là 268 tỷ đồng, tăng 4.8x n/n.

VHC có thể duy trì bằng cân đối kế toán vững chắc với lượng tiền mặt dồi dào. Tính đến cuối quý 3 năm 22, nợ ròng trên vốn chủ sở hữu ở mức 6% so với 21% vào cuối năm 2021. Tỷ lệ doanh thu của hiệu suất hoạt động vẫn có thể kiểm soát được mặc dù nhu cầu yếu từ các đối tác trong quý 3 năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn theo dõi doanh thu hoạt động và rủi ro nợ của họ trong bối cảnh lãi suất cho vay đất đỏ hơn.

Bảng 1. Sức khỏe tài chính doanh nghiệp ổn định

(tỷ đồng, %)

	2021				2022		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
Tiền & khoản tương đương	1,159.9	1,262.1	1,369.4	1,467.0	1,403.0	1,712.3	2,237.1
Tổng nợ	1,121.4	1,710.8	1,536.6	1,891.4	2,777.1	2,698.1	2,671.3
Nợ ròng	(38.5)	448.7	167.2	424.4	1,374.1	985.8	434.2
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	(0.7)	8.2	2.9	7.2	21.3	13.3	5.5

Nâng dự báo 2022F nhưng Q4/22 giảm đà tăng trưởng

Trong tháng 11, Vinh Hoàn đạt doanh thu sơ bộ 893 tỷ đồng, giảm 10.3% n/n do xuất khẩu cá tra giảm 22,2% n/n. Sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 23.2% n/n do thị trường Mỹ và Trung Quốc giảm nhập khẩu. Tuy nhiên, giá bán bình quân (ASP) tăng +21% n/n đã bù đắp cho sản lượng thấp hơn n/n. Trong khi đó, các sản phẩm liên quan đến cá tra và Collagen và Gelatin đóng góp vào tốc độ tăng trưởng dương so với cùng kỳ lần lượt là 29% n/n và 62% n/n. Bên cạnh đó, giá trị xuất khẩu sang Mỹ và Trung Quốc tiếp tục xu hướng giảm 13.9% n/n và 60.1% n/n trong khi doanh thu tiếp tục tăng 26.1% n/n và 16.8% n/n của thị trường EU và nội địa. Doanh thu 11T22 tăng 59.6% n/n lên 12,738 tỷ đồng, hoàn thành 94% dự báo năm 2022 của chúng tôi.

Trong Q4/22F, chúng tôi kỳ vọng Vinh Hoàn sẽ tăng cao n/n, nhưng tiếp tục giảm đà tăng trưởng:

- **Không bận rộn chuẩn bị cho mùa nghỉ lễ trong quý 4/22F.** Từ mức cao nhất trong Q2/22, tăng trưởng sản lượng xuất khẩu giảm dần và ổn định trong Q3/22 (-31% q/q và -4% n/n) do nguồn cung cá tra vượt xa mức tiêu thụ khiến lượng hàng tồn kho của thị trường dồi dào từ cuối 2Q22. Chúng tôi cho rằng xuất khẩu thấp trong Q4/22F sẽ giúp các thương nhân có thời gian giải phóng hàng tồn kho. Đồng thời, lạm phát cao tại các thị trường trọng điểm như Mỹ và EU có thể khiến người tiêu dùng bớt chi tiêu cho các mặt hàng thủy sản. Qua đó, chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu của Vinh Hoàn trong Q4/22F có thể giảm 13.4% n/n và 28.2% n/n.

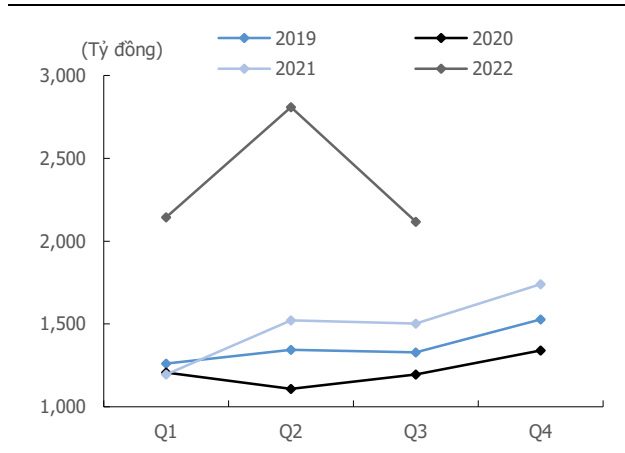
- **Biên LN gộp vẫn duy trì mặc dù giá bán trung bình giảm.** Chúng tôi ước tính giá bán có thể giảm 13% so với mức đỉnh Q2/22 và tăng 23% n/n, trong khi giá nguyên vật liệu có thể duy trì q/q và tăng 22% n/n. Do đó, biên LN gộp trong Q4/22 (không bao gồm dự phòng) có thể giảm -9% đpt q/q và -1.7 đpt n/n xuống 17%. Nhưng chúng tôi dự đoán Vinh Hoàn có thể hoàn nhập khoản dự phòng hàng tồn kho trị giá 157 tỷ đồng trong Q4/22F, giúp biên LN gộp Q4/22F đạt 23% (+3.1 đpt q/q và -1.4 đpt n/n).

Bảng 2. Ước tính KQKD Q4/22

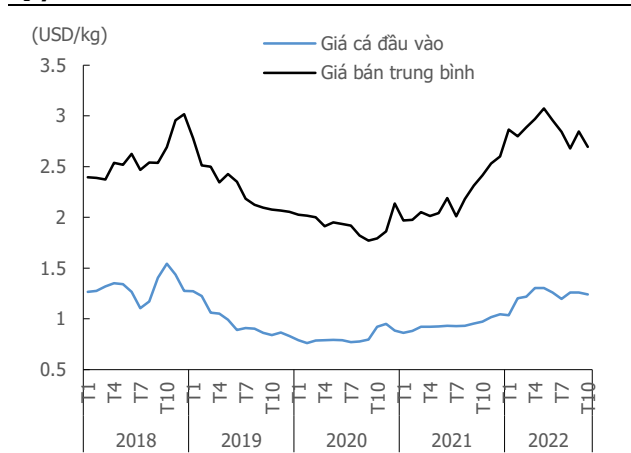
(Tỷ đồng, %)

	2021				2022F				4Q22F	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	QoQ	YoY
Doanh thu	1,788	2,343	2,231	2,693	3,268	4,226	3,261	3,145	(3.6)	16.8
LN gộp	273	433	409	639	778	1,097	625	701	12.3	9.8
Biên LN gộp	15.2	18.5	18.3	23.7	23.8	25.9	19.2	22.3	3.1	(1.4)
LN HĐKD	152	303	301	535	665	884	536	533	4.6	4.8
Biên LN HĐKD	8.5	12.9	13.5	19.9	20.3	20.9	16.4	16.9	1.4	(2.0)
LNTT	152	302	293	542	663	880	546	529	2.0	2.8
LNST	132	261	256	461	553	788	460	489	12	11

Do đó, chúng tôi dự báo VHC có thể đạt 3,145 tỷ đồng doanh thu (-3.6% q/q và +16.8% n/n) và 489 tỷ đồng LNST (+12% q/q và +11% n/n) trong Q4/22F. Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính doanh thu và LNST năm 2022 lên 2.6% và 27.3% nhờ biên LN gộp tăng. Dự báo doanh thu mới và lợi nhuận ròng của chúng tôi lần lượt là 53.5%/105.9% so với cùng kỳ lên 13,900 tỷ đồng/2,290 tỷ đồng, lập kỷ lục trong lịch sử công ty. Vào năm 2022, giá trung bình trung bình có thể tăng +17% hàng năm, thúc đẩy biên LN gộp tăng 3.7% đpt lên 23%.

Hình 6. Doanh thu VHC tăng trưởng trong quý 4 các năm trước

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Hình 7. Giá bán và nguyên liệu đầu vào có thể giảm trong Q4/22

Nguồn: Agromonitor, KISVN

Doanh thu bị ảnh hưởng bởi triển vọng nhu cầu tiêu thụ giảm

Cắt giảm dự báo 2023F và đưa ra ước tính 2024F

Mặc dù có những quan điểm lạc quan cho năm 2022, chúng tôi cắt giảm ước tính cho năm 2023 là -18.8% doanh thu và -9.5% LNST, do nhu cầu tiêu thụ cá tra chậm lại. Sản lượng xuất khẩu cá tra có thể giảm so với dự kiến trước đây của chúng tôi do nhu cầu nhập khẩu có thể đã đạt đỉnh vào năm 2022. Trong bối cảnh nền kinh tế đang chậm lại, chúng tôi cân nhắc rằng yếu tố tác động lên doanh thu của VHC giờ chuyển sang phía cầu thay vì phía cung. Vậy nên, chúng tôi dự báo rằng lạm phát có thể làm giảm sức mua của người tiêu dùng và đà tăng xuất khẩu năm 2022 sẽ giữ hàng tồn kho ở mức cao trong 2023F.

Giảm biên LN gộp khi cơ chế cung-cầu thay đổi.

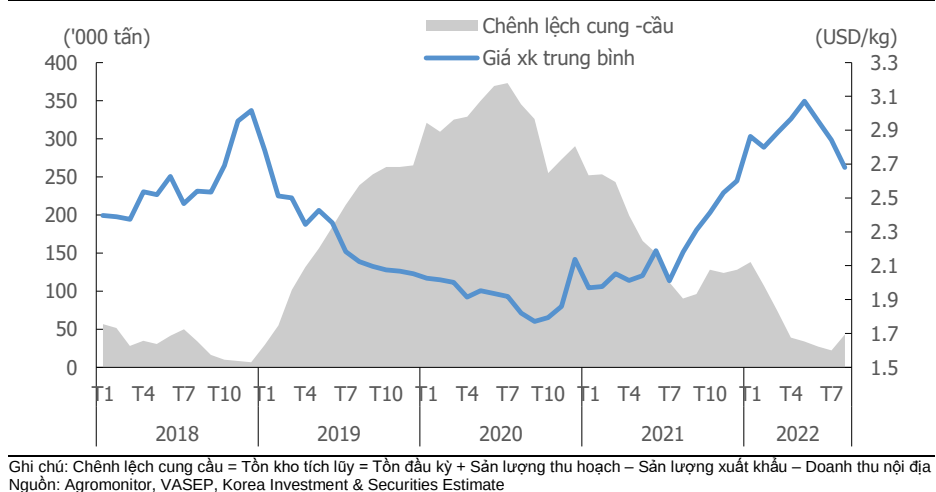
Chúng tôi ước tính biên LN gộp sẽ bị thu hẹp từ năm tới do nguồn cung cải thiện trong khi nhu cầu giảm. Đồng thời, giá bán trung bình có thể giảm do sự kết hợp của 1) nguồn cung sẽ dồi dào trở lại và (2) nhu cầu có thể chậm lại. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của Collagen & Gelatin và các sản phẩm gạo thuộc Sa Giang tiếp tục tăng 14.5% n/n và 12.6% n/n trong năm 2023F. Do vậy, biên LN gộp có thể giảm 1.2 đpt n/n vào 2023F.

Chúng tôi không tính đến mức tăng ngoại hối cao bất thường trong năm 2023 vì chúng tôi cho rằng USD/VND có thể biến động ổn định. Tuy nhiên, chúng tôi lạc quan về tăng trưởng thu nhập lãi mạnh mẽ hơn nhờ lãi suất huy động hấp dẫn trong năm 2023. Nhìn chung, các dự báo mới của chúng tôi đưa ra mức tăng trưởng doanh thu -12.8% n/n và -19.2% n/n tăng trưởng LNST trong năm 2023F. EPS cốt lõi đạt 10,157 đồng trong 2023F.

Tăng trưởng ổn định trong năm 2024.

Chúng tôi đưa ra ước tính năm 2024 với tăng trưởng doanh thu là 2.9% n/n và tăng trưởng LNST không đổi là 0.8% n/n. Chúng tôi cho rằng công ty có thể duy trì tốc độ tăng trưởng bền vững những dấu ấn trên bản đồ xuất khẩu thế giới. Theo quan điểm của chúng tôi, sức mua thủy sản duy trì ổn định trong năm 2024 nhờ nhu cầu phục hồi hoàn toàn. Chúng tôi cũng dự đoán công ty có thể duy trì nguồn cung tự chủ cao và nguồn nguyên liệu trên thị trường có thể vẫn dồi dào giúp giá bán bình quân ổn định. Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng công ty có thể đạt CAGR EPS cốt lõi là -10% trong 2022F-24F.

Hình 8. Áp lực về thiếu hụt nguồn cung giảm bớt sẽ khiến giá điều chỉnh theo dữ liệu lịch sử



Bảng 3. Điều chỉnh tước tính KQKD

(VNDbn, %, %p)

	2022F			2023F			2024F		
	Cũ	Điều chỉnh	Thay đổi	Cũ	Điều chỉnh	Thay đổi	Cũ	Điều chỉnh	Thay đổi
Doanh thu	13,554	13,900	2.6	14,928	12,126	(18.8)	16,348	12,481	(23.7)
LN gộp	2,974	3,201	7.6	3,284	2,642	(19.5)	3,584	2,591	(27.7)
Biên LN gộp	21.9	23.0	1.1	22.0	21.8	(0.2)	21.9	20.8	(1.2)
LN HĐKD	2,229	2,617	17.4	2,537	2,133	(15.9)	2,766	2,067	(25.3)
Biên LN HĐKD	16.4	18.8	2.4	17.0	17.6	0.6	16.9	16.6	(0.4)
LNTT	2,086	2,656	27.3	2,371	2,151	(9.3)	2,766	2,174	(21.4)
LNST	1,799	2,290	27.3	2,044	1,850	(9.5)	2,284	1,866	(18.3)

Bảng 4. Cơ cấu doanh thu

(Tỷ đồng)

	2020	2021	2022F	2023F
Sản phẩm				
Sản phẩm từ cá	6,465	8,065	12,616	10,676
Sản phẩm chăm sóc sức khỏe	581	642	841	963
Sản phẩm từ gạo	0	384	432	487
Thị trường				
Mỹ	2,442	3,647	6,296	4,887
EU	1,237	1,305	1,732	1,782
Trung Quốc	1,208	1,350	1,364	2,061
ROW (incl HK)	2,150	2,632	4,508	3,395
Tổng doanh thu	7,037	9,054	13,900	12,126

Bảng 5. Ước tính triển vọng KQKD 2022-2023F

(Tỷ đồng, %, đpt)

	2022F	2023F	Thay đổi	Ghi chú
Doanh thu	13,900	12,126	(12.8)	Chúng tôi dự báo giá bán bình quân của VHC sẽ ở mức 3.5 USD/kg (-16.8% n/n) do 1) nguồn cung nguyên liệu thô được phục hồi sau giai đoạn thiếu hụt 2021-2022 và 2) nhu cầu sẽ chậm lại tại thị trường Mỹ và EU. Do đó, các sản phẩm cá tra có thể giảm 18% n/n, khiến doanh thu năm 2023 giảm 12.8% n/n.
LN gộp	3,201	2,642	(17.5)	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>23.0</i>	<i>21.8</i>	<i>(1.2)</i>	Chúng tôi giả định nguồn cung nguyên liệu dồi dào sẽ làm giảm giá nguyên liệu 12.2% so với cùng kỳ xuống 25,500 đồng/kg. Giá bán trung bình sẽ giảm nhanh hơn giá đầu vào, làm giảm biên LN gộp 2023F khoảng 1.2 đpt n/n.
Chi phí BH&QL	(584)	(509)	(12.8)	Chúng tôi kỳ vọng VHC duy trì tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu ở mức 4.2% trong năm 2023F
LN HĐKD	2,617	2,133	(18.5)	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>18.8</i>	<i>17.6</i>	<i>(1.2)</i>	
Thu nhập tài chính	455	375	(17.5)	
Chi phí tài chính	(341)	(234)	(31.5)	
Thu nhập khác	5	5	(12.8)	
LNTT	2,656	2,151	(19.0)	
Thuế	(366)	(301)	(17.7)	
LNST	2,290	1,850	(19.2)	
<i>Biên LN</i>	<i>16.5</i>	<i>15.3</i>	<i>(1.2)</i>	

Hạ khuyến nghị xuống GIỮ, khi mới, giảm 77.000 đồng TP

Chúng tôi hiện đang sử dụng chi phí VCSH (CoE) là 18.6% (so với 12.3% trước đây), dựa trên điều chỉnh lãi suất phi rủi ro tăng lên 5.5% (từ 3.5%). Hơn nữa Phần bù rủi ro VCSH (equity risk premium) của chúng tôi cũng tăng lên 11.0%, trong khi hệ số beta của chúng tôi tăng lên 1.2 (từ 1.1). Do đó, WACC của chúng tôi là 16% (so với 12.3% trước đây).

Đồng thời, chúng tôi đã cắt giảm 9% ước tính EPS năm 2023F vì giá bán và nhu cầu giảm vào năm 2023. Do nhiều biến động trong hoạt động doanh nghiệp và hệ số beta cao, chúng tôi áp dụng phương pháp hệ số PE để định giá, kết hợp với phương pháp DCF với tỷ lệ tương đương. Chúng tôi đặt mục tiêu PE 2023F/2024F sẽ là 8x/8.5x.

Giá mục tiêu dựa trên PE dự phóng của chúng tôi là 84,136 đồng dựa trên PE target là 8x (tương đương với PE trung bình trong giai đoạn 2018-2019) áp dụng cho EPS trung bình trong giai đoạn 2023F-24F. Chúng tôi tin rằng VHC được giao dịch ngang bằng với các công ty cùng ngành trong khu vực dựa trên dự báo ROE 2022F-23F của chúng tôi là 24.3% và 28.6% (so với mức trung

bình của các công ty cùng ngành là 17.8% và 20.0%) dựa trên các dự báo của chúng tôi. Do đó, chúng tôi đã áp dụng PE trung bình 2023-24F của các công ty cùng ngành trong khu vực là 7.9 lần, đặt PE target 2023F-24F là 8x cho VHC.

Dựa vào các giả định thận trọng làm giảm tăng trưởng KQKD năm 2023 và chi phí vốn tăng cao, giá mục tiêu mới của chúng tôi hạ xuống còn 77,000 đồng (từ 121,500 đồng), cho thấy mức tăng 10.2% so với giá thị trường hiện tại và định giá VHC ở PE kỳ hạn 1 năm là 6.6x. Sau khi giá cổ phiếu giảm 40% trong ba tháng qua, VHC hiện giao dịch với PE ở mức 4.1x (2022) và 6.1x (2023F), tương đương với PE kỳ hạn 1 năm là 5.7x; thấp hơn 0.5 SD so với mức trung bình PE là 7.0x (dữ liệu từ năm 2018).

Mặt khác, nhu cầu mạnh hơn dự kiến từ thị trường trọng điểm bất chấp lạm phát cao hay nền kinh tế toàn cầu ảm đạm và giá bán trung bình giảm chậm hơn sẽ là chất xúc tác tiềm năng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhu cầu yếu hơn so với kỳ vọng của chúng tôi về thị trường Trung Quốc và giá đầu vào cao duy trì khiến biên lợi nhuận gộp thấp hơn là rủi ro.

Bảng 6. Định giá

Khoản mục	Giá	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
Giá/EPS	84,136	50%	42,068
DCF	69,900	50%	34,950
Giá mục tiêu VHC			77,018

Bảng 7. Phương pháp hệ số PE

Metrics	FY23F	FY24F	TB.23F- 24F
EPS (VND)	10,198	10,288	10,198
Trung vị ngành khu vực (x)	11.1	10.3	10.7
Phân bù (%)	13.3	21.5	17.4
Mục tiêu (x)	8	8.5	8.25
Giá mục tiêu theo PE (VND)			84,136

Bảng 8. Tóm tắt dòng tiền

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
EBITDA	2,970	2,536	2,522	2,650	2,787
EBIT	2,617	2,133	2,067	2,140	2,221
Thuế (%)	13.8	14.0	14.2	14.5	14.5
EBIAT (NOPAT)	2,257	1,835	1,773	1,830	1,899
Thêm: Khấu hao	352	403	456	510	566
Giảm: Tăng vốn lưu động	959	(476)	139	124	131
Giảm: Capex	1,224	713	734	760	789
Dòng tiền tự do cho DN	426	2,000	1,356	1,456	1,545
Giá trị hiện tại của Dòng tiền tự do (PV of FCF)		2,000	1,169	1,082	990

Bảng 9. Phương pháp DCF

Chi phí VCSH	
Beta (x)	1.19
Lãi suất phi rủi ro (%)	5.50
Phần bù rủi ro VCSH (%)	11.00
Chi phí VCSH (%)	18.64
Chi phí WACC	
Chi phí sử dụng vốn vay (%)	3.06
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu (%)	2.64
Thuế suất (%)	13.77
WACC (%)	15.98

Khoản mục	Giá trị	Ghi chú
Giá trị hiện tại của Giá trị cuối cùng (PV of Terminal Value)	5,242	Tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 4%
Tổng giá trị hiện tại từ hđkd (Total PV of Operations)	13,181	Áp dụng TV exit EBITDA multiple
Nợ vay	464	
Giá trị VCSH	12,717	
SL cổ phiếu lưu hành, triệu	0.2	
Giá trị VCSH trên cổ phiếu	69,900	
Market premium / (discount) to fair value	-1.5%	Cập nhật thông tin ngày 16/12/2022

■ Tổng quan về công ty

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn được thành lập năm 1997 tại tỉnh Đồng Tháp. Công ty chuyên về nông nghiệp, chế biến và xuất khẩu các sản phẩm liên quan đến cá tra, các sản phẩm Collagen & Gelatin. Từ năm 2010, VHC đã doanh nghiệp đầu ngành cá tra, chiếm 14% thị phần toàn ngành. Các sản phẩm có sẵn trong chuỗi bán lẻ nổi tiếng và phân phối tại các công ty dịch vụ thực phẩm hàng đầu trên toàn cầu.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	4,228	5,242	7,476	8,547	9,877
Tiền và tương đương tiền	1,457	1,523	2,338	4,029	5,195
Phải thu	1,273	1,929	2,515	2,194	2,258
Hàng tồn kho	1,498	1,790	2,623	2,325	2,424
Tài sản dài hạn	2,237	2,932	3,803	4,113	4,392
Tài sản cố định	1,887	2,329	3,244	3,597	3,919
Đầu tư tài chính	350	602	559	516	473
Khác	727	561	561	561	561
Tổng tài sản	7,192	8,734	11,840	13,222	14,830
Người mua trả trước	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	436	545	848	761	767
Phải trả người bán	326	337	494	438	456
Khác	94	79	85	89	94
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	1,106	1,723	1,980	2,206	2,440
Nợ và TP dài hạn	69	168	634	450	300
Tổng nợ và phải trả	2,031	2,852	4,040	3,943	4,057
VCSH	5,157	5,777	7,708	9,199	10,705
Vốn điều lệ	1,834	1,834	1,834	1,834	1,834
Thặng dư	224	224	224	224	224
Quỹ khác	(114)	(114)	(0)	(0)	(0)
LN giữ lại	3,214	3,833	5,651	7,141	8,648
Lợi ích cổ đông thiểu số	4	105	92	80	67
Tổng VCSH	5,161	5,882	7,800	9,278	10,773

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Dòng tiền hoạt động	420	640	1,684	2,728	2,182
LN ròng	722	1,121	2,304	1,862	1,878
Khấu hao và khấu trừ	201	285	352	403	456
Tăng vốn lưu động ròng	(502)	(766)	(972)	464	(151)
Dòng tiền đầu tư	(311)	(856)	(1,224)	(713)	(734)
Tài sản cố định	(604)	(605)	(1,224)	(713)	(734)
Tăng đầu tư tài chính	293	(251)	0	0	0
Dòng tiền tài chính	(55)	421	355	(325)	(282)
Tăng vốn chủ	0	63	0	0	0
Tăng nợ	309	717	722	42	85
Chi trả cổ tức	(364)	(359)	(367)	(367)	(367)
Dòng tiền khác	(177)	(139)	0	0	0
Tăng tiền mặt	(123)	66	815	1,691	1,166

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	7,037	9,054	13,900	12,126	12,481
Giá vốn hàng bán	6,036	7,302	10,699	9,483	9,890
Lợi nhuận gộp	1,001	1,752	3,201	2,642	2,591
Chi phí bán hàng & QLDN	318	556	584	509	524
LN hoạt động	683	1,196	2,617	2,133	2,067
LN hoạt động (điều chỉnh)	683	1,196	2,617	2,133	2,067
Doanh thu tài chính	58	137	251	233	201
Thu nhập lãi	97	69	193	219	166
Chi phí tài chính	107	107	341	234	107
Chi phí lãi vay	38	35	80	128	115
LN khác	(18)	(2)	5	5	5
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	(0)	0	0	0
LN trước thuế	809	1,290	2,656	2,151	2,174
Thuế TNDN	86	178	366	301	309
LN sau thuế	722	1,121	2,304	1,862	1,878
LN sau thuế (điều chỉnh)	722	1,121	2,304	1,862	1,878
LN ròng cho công ty mẹ	722	1,112	2,290	1,850	1,866
Khoản mục đặc biệt	0	0	0	0	0
EBITDA	883	1,482	2,970	2,536	2,522

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	3971	6162	13442	9665	9687
BPS	28361	31767	42874	50515	58179
DPS	2000	2000	2000	2000	2000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(10.5)	28.7	57.4	(14.9)	2.9
LN hoạt động	(39.7)	75.2	133.3	(25.3)	(3.2)
LN ròng	(38.7)	55.2	118.9	(27.8)	0.2
EPS	(35.5)	55.2	118.1	(27.8)	0.2
EBITDA	(31.9)	67.7	112.1	(20.8)	(0.6)
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	9.7	13.2	19.6	17.2	16.2
Biên LN ròng	10.3	12.4	17.2	14.6	14.2
Biên EBITDA	12.6	16.4	22.1	20.5	19.8
ROA	10.0	12.8	20.4	13.3	12.0
ROE	14.0	19.4	31.2	19.1	16.7
Suất sinh lợi cổ tức	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức	50.4	32.0	15.0	20.7	20.6
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(289.0)	463.5	270.8	(1363.1)	(2354.4)
Nợ ròng/VCSH (%)	(5.6)	8.0	3.4	(14.7)	(22.1)
Định giá (x)					
PE	18.1	11.7	5.4	7.4	7.4
PB	2.5	2.3	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	13.5	8.0	3.8	4.8	4.8

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 16/12/2022.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 16/12/2022.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Vinh Hoàn (VHC) và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2022 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.