

15/02/2023

Vĩnh Hoàn (VHC)

Chu kỳ mới sau giai đoạn tăng trưởng thần tốc

- LNST 4Q22 của VHC giảm mạnh do biên LN gộp thu hẹp
- Giá bán làm giảm biên LN gộp 4Q22
- Xuất khẩu giảm ở thị trường Mỹ và EU trong 1Q23
- Khuyến nghị **NĂM GIỮ** VHC với giá mục tiêu 77,000 đồng

Giá bán giảm làm biên LN gộp 4Q22 thu hẹp

Trong 4Q22, Vĩnh Hoàn đạt doanh thu 2,484 tỷ đồng (-7.8% n/n), chủ yếu do doanh thu xuất khẩu sang Mỹ và Trung Quốc giảm -25.9% n/n và -61.1% n/n, lần lượt ghi nhận 163 tỷ đồng và 890 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu mảng cá tra đạt 505 tỷ đồng, giảm mạnh 21% n/n và 35% q/q. Ngược lại, doanh thu xuất khẩu của Vĩnh Hoàn sang EU tăng 45.4% n/n, tương đương với giá trị xuất khẩu 442 tỷ đồng trong 4Q22.

Trong 4Q22, biên lợi nhuận gộp thu hẹp gần 4.6%p n/n xuống còn 19.1%, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi chủ yếu do giá nguyên liệu tăng (theo thị trường cá tra, khoảng 29,200 đồng/kg trong 4Q22 so với 23,300 đồng/kg trong 2Q21) trong bối cảnh giá bán sụt giảm mạnh (theo ước tính của chúng tôi, giá bán trong 4Q22 là 3.6 USD/kg so với 3.2 USD/kg trong 4Q21). Trong khi VHC đạt doanh thu tài chính 118 tỷ đồng trong 4Q22 (+77.1% n/n) nhờ lãi tỷ giá hối đoái thực hiện, chi phí tài chính cũng tăng 742% n/n lên 137 tỷ đồng chủ yếu do tăng dự phòng giảm giá khoản đầu tư. Do đó, LNST 4Q22 của Vĩnh Hoàn đạt 199.6 tỷ đồng (-56.7% n/n), giảm do biên lợi nhuận gộp thấp hơn.

Doanh thu 1Q23 quay về quỹ đạo n/n

Trong 1Q23, chúng tôi ước tính KQKD Vĩnh Hoàn giảm sau cú tăng mạnh, cụ thể:

- **Doanh thu sản phẩm cá tra phi lê sẽ đạt 1,872 tỷ đồng (-35.8% n/n và -15% q/q).** Nhu cầu giảm có thể thấy rõ khi tồn kho của các nhà nhập khẩu cao, đặc biệt là ở Mỹ và EU, và nền cao trong 1Q22 sẽ khiến sản lượng xuất khẩu giảm 42.7% n/n và -11.6% q/q. Ngoài ra, chúng tôi ước tính giá bán xuất khẩu trung bình vẫn thấp hơn so với 1Q22, giảm 16.7% n/n, chủ yếu do xuất khẩu sang Mỹ giảm 23.9% n/n (so với khoảng 4.6 USD/kg trong 1Q22).
- **Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu của VHC sang thị trường Trung Quốc sẽ tăng trở lại trong 1Q23** và tăng tỷ trọng đóng góp vào doanh thu của VHC 17% (chiếm 10% doanh thu năm 2022) đối với cá tra phi lê do quá trình nhập khẩu vào Trung Quốc đã được nới lỏng do chính phủ Trung Quốc loại bỏ các thủ tục xét nghiệm với COVID-19.

Đánh giá **NĂM GIỮ**

Giá mục tiêu **77,000** Từ 121,500
Lợi nhuận N.A

Stock Data

VNIndex (10/02, điểm)	1,066
Giá cp (10/02, đồng)	68,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	529
SLCP lưu hành (triệu)	183
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	111,526/59,800
GTGDTB 6T (tỷ đồng)	2.00
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	49.8/30.3
Cổ đông lớn (%)	
Truong Thi Le Khanh	43.2
Mitsubishi Corp	6.5
Dragon Capital	6.9

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.6	(16.6)	0.7
Tương đối với VNI (%p)	(0.6)	(2.0)	28.9

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

- **Doanh thu từ Collagen và Gelatin tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong Q1/23.** Chúng tôi ước tính doanh thu Collagen & Gelatin của Vinh Hoàn là 279 tỷ đồng, tăng +36.4% n/n và +13.2% q/q do chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ tiếp tục mở rộng công suất vào năm 2023.
- **Biên lợi nhuận gộp của Vinh Hoàn giảm 9.2%p n/n xuống mức 19% vào năm 2023** do 1) giá bán trung bình thấp hơn -16.7% so với giá bán trung bình tăng đột biến trong 1Q22 và 2) chi phí đầu vào vẫn giữ mức cao, +7.6% n/n, và 3) rủi ro trích lập hàng tồn kho tăng cao.

Duy trì NĂM GIỮ với giá mục tiêu 77,000 đồng

Mặc dù ước tính kết quả kinh doanh 1Q23 sẽ giảm, nhưng chúng tôi vẫn giữ quan điểm lạc quan về triển vọng năm 2023 của Vinh Hoàn nhờ đóng góp doanh thu xuất khẩu từ Trung Quốc tăng và doanh thu Collagen & Gelatin tăng mạnh. Chúng tôi duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu là 77,000 đồng.

Bảng 1. Lợi nhuận theo quý

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	Q/Q	N/N
Doanh thu	2692.9	3267.6	4226.3	3261.4	2484.0	(23.8)	(7.8)
Lợi nhuận hđ	535.2	664.7	882.4	536.1	233.3	(56.5)	(56.4)
Biên lợi nhuận hđ	19.9	20.3	20.9	16.4	9.4	(42.9)	(52.7)
LNTT	541.9	662.9	878.6	545.7	233.1	(57.3)	(57.0)
LNST	461.2	553.3	801.9	459.8	199.6	(56.6)	(56.7)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Quantwise, Korea Investment & Securities

■ Tổng quan công ty

Công ty Cổ phần Vinh 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
Quý 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

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	4,228	5,242	7,476	8,547	9,877
Giá vốn hàng bán	1,457	1,523	2,338	4,029	5,195
Lợi nhuận gộp	1,273	1,929	2,515	2,194	2,258
Chi phí bán hàng & QLDN	1,498	1,790	2,623	2,325	2,424
LN hoạt động	2,237	2,932	3,803	4,113	4,392
Doanh thu tài chính	1,887	2,329	3,244	3,597	3,919
Thu nhập lãi	350	602	559	516	473
Chi phí tài chính	727	561	561	561	561
Chi phí lãi vay	7,192	8,734	11,840	13,222	14,830
LN khác	0	0	0	0	0
Lãi (lỗ) từ LD&LK	436	545	848	761	767
LN trước thuế	326	337	494	438	456
Thuế TNDN	94	79	85	89	94
LN sau thuế	1,106	1,723	1,980	2,206	2,440
LN ròng cho công ty mẹ	69	168	634	450	300
EBITDA	2,031	2,852	4,040	3,943	4,057
Doanh thu	5,157	5,777	7,708	9,199	10,705
Giá vốn hàng bán	1,834	1,834	1,834	1,834	1,834
Lợi nhuận gộp	224	224	224	224	224
Chi phí bán hàng & QLDN	(114)	(114)	(0)	(0)	(0)
LN hoạt động	3,214	3,833	5,651	7,141	8,648
Doanh thu tài chính	4	105	92	80	67
Thu nhập lãi	5,161	5,882	7,800	9,278	10,773

Cash flow

(VND bn)

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

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 KIS Vietnam Securities Corp. 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.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. 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), KIS Vietnam Securities Corp. 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, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. 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.

KIS Vietnam Securities Corp. 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; KIS Vietnam Securities Corp. 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.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá 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.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 15/02/2023.

KIS Vietnam Securities Corp. 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 15/02/2023.

KIS Vietnam Securities Corp. 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 KIS Vietnam Securities Corp., 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 KIS Vietnam Securities Corp..

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. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., 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 KIS Vietnam Securities Corp.. 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 © 2023 của KIS Vietnam Securities Corp.. 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 KIS Vietnam Securities Corp..