

CTCP VĨNH HOÀN (VHC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND39.750	N/A	5,11%	KHẢ QUAN	Thủy sản

Ngày 26/07/2021

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

Consensus*: Mua:6 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -1,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	47.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	33.250
GTGDĐQ 3 tháng (tr VND)	58.321
Thị giá vốn (tỷ VND)	7.378
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	10,4
P/B hiện tại (x)	1,41

Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lệ Khanh	43,5%
Mitsubishi Corp	6,6%
Võ Phú Đức	5,9%
Khác	44,00%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Văn Anh

anh.phanvan@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Kết quả kinh doanh quý 2/2021 khởi sắc

- VHC ghi nhận doanh thu (DT) đạt 2.343 tỷ đồng (+41,3% so với cùng kỳ (svck)) và lợi nhuận (LN) ròng đạt 261 tỷ đồng (+16,3% svck) trong Q2/21.
- LN ròng và DT lần lượt đạt 392 tỷ đồng (+4,1% svck) và 4.131 tỷ đồng (+25,4% svck) trong 6T21, hoàn thành 44% và 49% dự phóng cả năm.

KQKD Q2/21: biên lợi nhuận gộp (BLNG) giảm nhẹ làm giảm tốc độ tăng trưởng LN ròng

- DT trong Q2/21 tăng 41,3% svck đạt 2.343 tỷ đồng, tốt hơn mức 9,2% svck trong Q1/21 nhờ sản lượng xuất khẩu cá tra tăng mạnh (ước tính +45,4% svck), trong khi giá bán bình quân giảm 5,2% svck doanh thu sản phẩm phụ tăng 75,4% svck chủ yếu nhờ giá thức ăn chăn nuôi tăng.
- Giá trị xuất khẩu của VHC sang Mỹ và Trung Quốc tăng mạnh 124% svck và 37,7% svck, lần lượt đạt 901 tỷ đồng và 387 tỷ đồng. Đáng chú ý, sau kỳ rà soát lần thứ 16 (POR16) vào ngày 28/6/2021, VHC và ANV là 2 công ty duy nhất được hưởng thuế chống bán phá giá 0% sang Mỹ, trong khi các công ty khác phải trả ít nhất là US\$0,15/kg (Hình 3).
- Mặt khác, giá trị xuất khẩu của VHC sang EU giảm 14,3% svck xuống 359 tỷ đồng do: (1) tắc nghẽn cảng do thiếu nhân viên và (2) nhu cầu lương thực giảm do tiến độ mở cửa lại nền kinh tế chậm tại EU.
- BLNG Q2/21 giảm 1,5 điểm % svck xuống 18,5% do giá bán giảm trong khi giá cả nguyên liệu tăng. Theo Hiệp hội Sản xuất và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP), giá cả nguyên liệu tăng nhanh do giá thức ăn cho cá tăng trong khi giá bán giảm do nhu cầu giảm tại EU và các thủ tục kiểm dịch phức tạp tại Trung Quốc (-12% svck trong tháng 6). Chi phí bán hàng & quản lý cũng tăng 108,9% svck do chi phí vận chuyển tăng trong bối cảnh (1) thiếu container và (2) giá dầu tăng.
- LNR Q2/21 tăng 16,3% svck, vẫn cao hơn mức giảm 13,8% trong Q1/21.

Duy trì dự báo của chúng tôi cho giai đoạn 2021-2022

- Với KQKD Q2/2021 khả quan, chúng tôi cho rằng KQKD các quý sắp tới của VHC sẽ tăng trưởng nhờ nền kinh tế phục hồi mạnh mẽ sau quá trình sử dụng vắc xin, thúc đẩy kinh tế toàn cầu mở cửa trở lại
- Chi phí vận tải sẽ duy trì cao trong năm 2021 và dần hạ nhiệt trong 2022 sau khi vắc-xin được sử dụng, giúp giảm bớt tình trạng thiếu container và tắc nghẽn tại các cảng, từ đó hạ cước vận tải biển kể từ Q4/21.
- Chúng tôi tin rằng giá bán phục hồi mạnh hơn sẽ cải thiện BLNG nhờ (1) nền kinh tế mở cửa trở lại, (2) chu kỳ tăng của giá hàng hóa và (3) hàng tồn kho giảm, do đó có khả năng đạt LN ròng theo dự phóng.
- Chúng tôi giữ nguyên dự phóng DT của VHC trong giai đoạn 2021-2022 là 8.524 tỷ đồng/9.939 tỷ đồng (+ 21,1%/16,6% svck) và LN ròng là 899 tỷ đồng/1.224 tỷ đồng (+ 27,6%/16,7% svck).

Rủi ro giảm giá và tiềm năng tăng giá

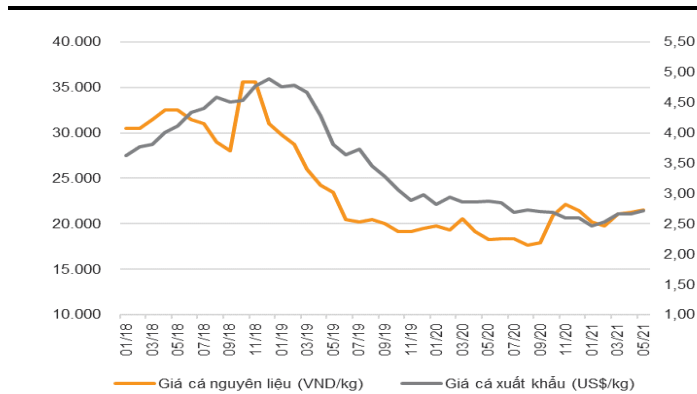
- Rủi ro giảm giá là: (1) giá cước vận tải tăng và (2) giá bán thấp hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá gồm giá bán bình quân (GBBQ) cao hơn dự kiến, khối lượng xuất khẩu tăng và các quy định thay đổi thuận lợi.

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q2/21

KQKD Quý 2/2021	Q2/21	Q2/20	% svck	6T21	6T20	%svck	vs. dự báo 2021	Giải thích
GBBQ (US\$/kg)	2,71	2,86	-5,2%	2,64	2,87	-8,0%	-9,0%	Do dịch COVID-19 tái bùng phát, GBBQ của VHC giảm 5,2%. Các nền kinh tế lớn không thể mở cửa kinh tế trở lại trong 6 tháng đầu năm, do đó nhu cầu vẫn yếu và giá cá tra xuất khẩu không thể bắt kịp mức của năm trước, thấp hơn 9% so với dự báo của chúng tôi..
Giá cá nguyên liệu (VND/kg)	21.483	18.595	15,5%	20.922	19.252	8,7%	-4,9%	Mặc dù GBBQ giảm nhưng giá cá nguyên liệu cũng giữ xu hướng tăng (+ 16% svck) do giá thức ăn cho cá tăng và nhu cầu phục hồi tại các thị trường xuất khẩu chính (+ 45,4% svck)
Sản lượng cá tra xuất khẩu (tấn)	24.313	16.720	45,4%	44.987	40.590	10,8%	52,3%	Sản lượng cá tra cải thiện đáng kể trong quý 2 năm 21 (+ 45,4% yoy). Tuy nhiên, do khó khăn trong vận chuyển, hạn chế từ kiểm dịch và khan hiếm container nên sản lượng xuất khẩu 6 tháng đầu năm 2021 của VHC chỉ nhích lên 3,9% so với cùng kỳ.
Doanh thu thuần	2.343	1.658	41,3%	4.131	3.294	25,4%	48,5%	Phù hợp với dự phóng
Lợi nhuận gộp	433	331	30,9%	705	546	29,3%	52,1%	Phù hợp với dự phóng
BLNG	18,5%	20,0%	-1,5 điểm %	17,1%	16,6%	+0,5 điểm %	+1,2 điểm %	
Chi phí quản lý & bán hàng	150	72		290	151		69,4%	Chi phí bán hàng & quản lý cao hơn do chi phí vận chuyển hàng hóa tăng và kiểm dịch phức tạp ở Trung Quốc
CPQL&BH/DTT	6,4%	4,3%	+2,1 điểm %	7,0%	4,6%	+2,4 điểm %	+2,1 điểm %	
Lợi nhuận trước thuế	302	252	19,9%	454	424	7,2%	45,2%	Phù hợp với dự phóng
Lợi nhuận ròng	261	224	16,3%	392	376	4,3%	43,6%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi do GBBQ vẫn tiếp tục xu hướng phục hồi tích cực trong năm 2021. Giá bán hàng của VHC đã tăng 10,2% so với đầu năm, do đó chúng tôi kỳ vọng BLNG của VHC sẽ tăng trưởng trong các quý sắp tới, dẫn đến lợi nhuận sau thuế cao hơn

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giá cá tra xuất khẩu có dấu hiệu phục hồi kể từ Q1/ 21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg, VASEP

Hình 3: Thuế chống bán phá giá của Mỹ đối với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam trong giai đoạn 2007-2019 (USD/kg)

Giai đoạn	Hàng							
	Việt Nam	Vinh Hoàn	Vương	Biển Đông	Nam Việt	NTSF	Cửu Long	
POR 5 2011-2010	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
POR 6 2012-2011	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
POR 7 2011-2011	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
POR 8 2012-2012	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,37
POR 9 2011-2012	2,11	0,00	1,20	0,19	0,77	0,42	0,42	
POR 10 2012-2013	2,39	0,00	0,97	0,19	0,97	0,97	0,97	
POR 11 2013-2014	2,39	0,00	0,41	0,19	0,69	0,69	0,69	
POR 12 2014-2015	2,39	0,00	3,87	0,19	0,69	0,69	0,69	
POR 13 2015-2016	2,39	0,00	3,87	0,19	0,69	3,87	3,87	
POR 14 2016-2017	2,39	0,00	3,87	0,19	0,69	1,37	1,37	
POR 15 2017-2018	2,39	0,00	3,87	0,19	0,69	0,15	1,37	
POR 16 2018-2019	2,39	0,00	3,87	0,19	0,00	0,15	1,37	

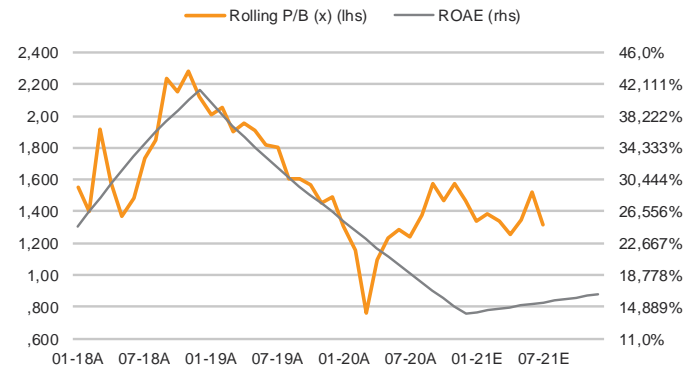
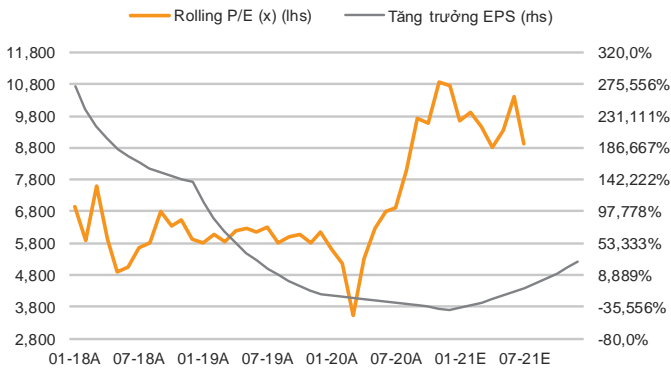
Nguồn: Bộ Thương Mại Hoa Kỳ

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 21/07/2021)

Tên công ty	Mã BB	Giá hiện tại (VND)	Vốn hóa (triệu đô)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		D/E
				Hiện tại	2021	Hiện tại	2021	Hiện tại	2021	Hiện tại	2021	
CTCP Nam Việt	ANV VN	25.700	141,91	14,67	11,67	1,36	1,39	9,22	N/A	4,95	N/A	78,86
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	ABT VN	27.100	13,53	8,42	N/A	0,75	N/A	7,31	N/A	5,86	N/A	22,95
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL VN	11.350	24,73	9,17	N/A	0,81	N/A	5,55	N/A	2,53	N/A	127,36
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI VN	5.580	55,17	12,52	N/A	0,44	N/A	3,60	N/A	1,36	N/A	142,04
Trung bình			58,84	11,19	11,67	0,84	1,39	6,42		3,67		92,80
Trung vị			39,95	10,84	11,67	0,78	1,39	6,43		3,74		103,11
CTCP Vinh Hoàn	VHC VN	38.550	304,16	9,58	9,21	1,30	1,31	13,84	15,40	9,98	11,90	22,70

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	7.037	8.524	9.939
Giá vốn hàng bán	(6.036)	(7.171)	(8.174)
Chi phí quản lý DN	(147)	(178)	(204)
Chi phí bán hàng	(171)	(239)	(308)
LN hoạt động thuần	683	936	1.254
EBITDA thuần	883	1.190	1.510
Chi phí khấu hao	(201)	(254)	(256)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	683	936	1.254
Thu nhập lãi	233	218	234
Chi phí tài chính	(107)	(126)	(98)
Thu nhập ròng khác	(18)	(24)	(28)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	791	1.004	1.363
Thuế	(86)	(105)	(139)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	705	899	1.224
Thu nhập trên vốn	705	899	1.224
Cổ tức phổ thông	(364)	(367)	(381)
LN giữ lại	341	532	843

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	41	74	165
Đầu tư ngắn hạn	1.365	1.497	1.693
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.699	1.769	1.902
Hàng tồn kho	1.498	1.639	1.773
Các tài sản ngắn hạn khác	124	93	109
Tổng tài sản ngắn hạn	4.726	5.072	5.643
Tài sản cố định	1.808	2.033	2.199
Tổng đầu tư	12	1	1
Tài sản dài hạn khác	645	820	907
Tổng tài sản	7.192	7.926	8.750
Vay & nợ ngắn hạn	1.106	1.119	954
Phải trả người bán	326	357	404
Nợ ngắn hạn khác	513	553	642
Tổng nợ ngắn hạn	1.945	2.029	1.999
Vay & nợ dài hạn	69	55	42
Các khoản phải trả khác	17	23	26
Vốn điều lệ và	1.834	1.905	1.905
LN giữ lại	3.214	3.725	4.561
Vốn chủ sở hữu	5.161	5.819	6.684
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	7.192	7.926	8.750

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	791	1.004	1.363
Khấu hao	201	254	256
Thuế đã nộp	(165)	(105)	(139)
Các khoản điều chỉnh khác	(86)	(34)	(86)
Thay đổi VLD	(320)	(198)	(171)
LC tiền thuần HKKD	420	922	1.224
Đầu tư TSCĐ	(606)	(453)	(423)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2	11	10
Các khoản khác	193	(66)	(159)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(411)	(508)	(572)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	309	(14)	(180)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(364)	(367)	(381)
LC tiền thuần HĐTC	(55)	(381)	(561)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	86	41	74
LC tiền thuần trong năm	(46)	34	91
Tiền & tương đương tiền cuối kì	41	74	165

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	10,0%	10,5%	12,3%
Vòng quay TS	1,02	1,13	1,19
ROAA	10,2%	11,9%	14,7%
Đòn bẩy tài chính	1,38	1,38	1,33
ROAE	14,0%	16,4%	19,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	66,2	67,8	62,0
Số ngày nắm giữ HTK	90,9	83,4	79,2
Số ngày phải trả tiền bán	19,8	18,2	18,0
Vòng quay TSCĐ	4,25	4,44	4,70
ROIC	11,1%	12,9%	15,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,4	2,5	2,8
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,7	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,7	0,8	0,9
Vòng quay tiền	137,3	133,1	123,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(10,5%)	21,1%	16,6%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(39,7%)	37,1%	34,0%
Tăng trưởng LN ròng	(40,2%)	27,6%	36,1%
Tăng trưởng EPS	(40,2%)	27,6%	36,1%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phan Văn Anh – Chuyên viên Phân tích

Email: anh.phanvan@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>