

VHC – TRUNG LẬP

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 04/10/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	81.000
KLGD TB 10 ngày	1.325.970
Vốn hoá (tỷ đồng)	14.798,52
Số lượng CPLH	183.376.956

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Thu Hương
pthuong@vcbs.com.vn
+84-911355711

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

VHC: CHỜ ĐỢI NHU CẦU PHỤC HỒI Ở NỬA CUỐI NĂM 2024

Cập nhật KQKD:

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC nửa đầu năm 2023 đạt lần lượt là 4.945 và 682 tỷ, giảm 34% và 50% yoy. Nguyên nhân là do ngành cá tra đang ở thời kỳ thấp điểm, hàng tồn kho ở các nước nhập khẩu còn nhiều nên nhu cầu trong năm 2023 không còn cao như năm trước, doanh thu các mảng của VHC đều giảm từ 17-28% yoy, riêng mảng các sản phẩm từ gạo có doanh thu tăng 25% yoy.

Triển vọng:

- (1) Nhu cầu nhập khẩu phục hồi nhẹ vào quý 4/2023 khi các dịp lễ hội bên phương Tây đến gần.
- (2) Giá cá giống, cá nguyên liệu, và thức ăn chăn nuôi được dự báo có xu hướng giảm, giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí đầu vào.

Rủi ro:

- (1) Tồn kho cá tra ở các nước nhập khẩu vẫn ở mức cao, dự báo phải đến hết tháng 6/2024 nhu cầu nhập khẩu mới hồi phục mạnh trở lại
- (2) Lạm phát kéo dài ở các quốc gia nhập khẩu ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng.

Khuyến nghị: Chúng tôi ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu VHC là 87.802 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp FCFF và P/E. Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu VHC.

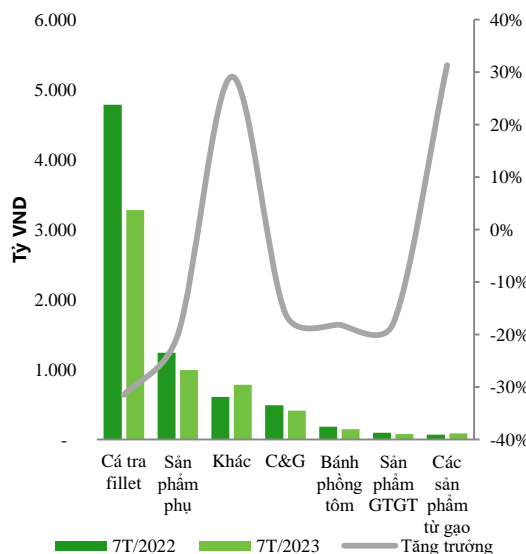
Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	9.054	13.231	11.256	11.345
+/- yoy (%)	29%	46%	-15%	1%
LNST (tỷ đồng)	1.107	2.013	1.339	1.408
+/- yoy (%)	54%	82%	-34%	5%
TS LN gộp (%)	19,4%	22,5%	18,0%	19,3%
EPS - TTM (đồng)	6.040	10.266	7.163	7.536
ROA (%)	12,7%	17,4%	12,4%	12,0%
ROE (%)	18,8%	26,2%	14,9%	13,6%

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

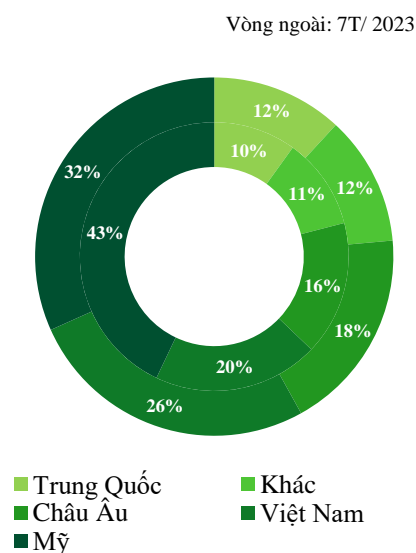
KQKD 7T/2023:

Doanh thu thuần 7 tháng đầu năm 2023 của VHC đạt khoảng 5.783 tỷ VND (giảm 23% yoy). Trong đó doanh thu mặt hàng chủ đạo (cá tra fillet) đạt 3.280 tỷ VND (giảm 31%). Các dòng sản phẩm khác giảm từ 16-20% yoy, riêng các sản phẩm từ gạo đạt 88 tỷ VND (tăng 31% yoy). Do đợt đầu năm, các nhà máy và cảng biển tạm thời đóng cửa nghỉ Tết Nguyên Đán nên sản lượng và doanh thu quý I của các doanh nghiệp xuất khẩu bị sụt giảm. Đồng thời, lượng hàng tồn kho tích trữ từ cuối năm và lạm phát tăng cao ở các quốc gia nhập khẩu chính, khiến nhu cầu tiêu dùng vẫn duy trì ở mức thấp.

Doanh thu theo thành phẩm 7 tháng đầu năm 2023



Cơ cấu doanh thu theo thị trường 7 tháng đầu năm 2023



Nguồn: VHC

Trong 7 tháng đầu năm 2023, tỷ trọng doanh thu đến từ thị trường Mỹ đạt 32% (giảm 11% yoy), trong khi tỷ trọng doanh thu từ các thị trường khác tăng khoảng 1-2% yoy, riêng thị trường trong nước tăng khoảng 6%.

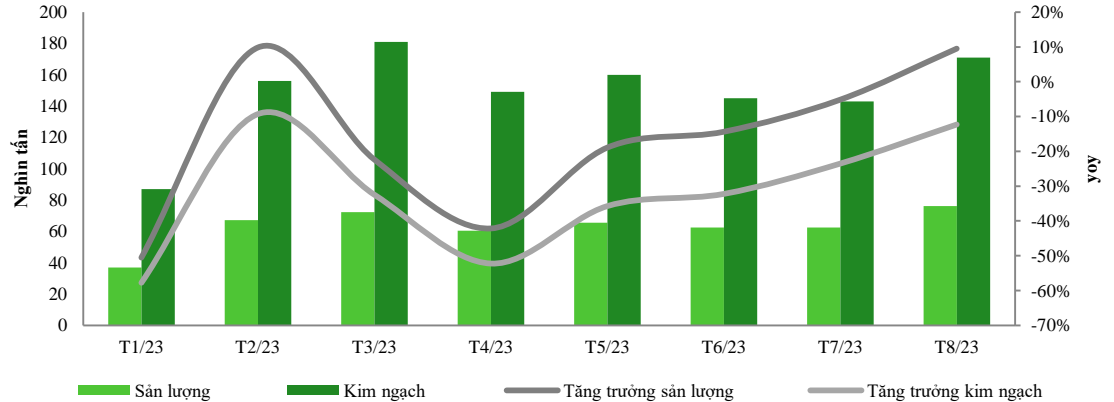
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tổng quan ngành

Xuất khẩu hồi phục nhẹ trong tháng 8

Trong 8 tháng đầu năm 2023, tổng sản lượng xuất khẩu cá tra của cá nước đạt khoảng 503 nghìn tấn với trị giá 171 triệu USD, lần lượt giảm 19% và 34% yoy. Trong đó, sản lượng và trị giá giảm mạnh nhất ở thị trường Mỹ với mức giảm 39% yoy đối với sản lượng và 57% yoy với kim ngạch, thị trường Châu Âu giảm nhẹ khoảng 2% cho sản lượng và 13% đối với kim ngạch. Sau một thời gian giảm, xuất khẩu cá tra của Việt Nam đã có tín hiệu hồi phục nhẹ trong tháng 8 với sản lượng và trị giá xuất khẩu đều tăng khoảng 20% mom, so với cùng kỳ năm trước sản lượng tăng nhẹ 9%, kim ngạch giảm nhẹ 12% do giá cá tra vẫn duy trì đà giảm.

Tình hình xuất khẩu của Việt Nam 8 tháng đầu năm 2023



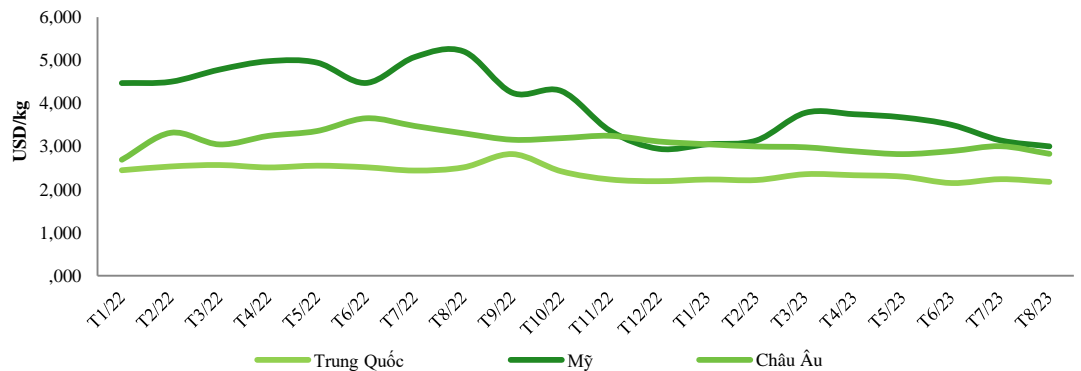
Nguồn: Agromonitor

Theo nhận định của các doanh nghiệp trong ngành, xuất khẩu cá tra sẽ hồi phục nhẹ ở quý 4 khi các dịp lễ hội bên phương Tây diễn ra. Tuy nhiên, do hàng tồn kho cá tra nhập khẩu từ trước còn nhiều nên cần khoảng 6 tháng đầu năm 2024 để tiêu thụ hết lượng hàng tồn kho này và ngành xuất khẩu cá tra có thể vào chu kỳ cao điểm trở lại.

Giá xuất khẩu cá tra vẫn duy trì đà giảm, giá nguyên liệu đầu vào đã hạ nhiệt

Giá cá tra xuất khẩu liên tục giảm ở các thị trường, đặc biệt là tại thị trường Mỹ với mức giảm khoảng 21-42% yoy, giá xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc và Châu Âu giảm khoảng 10-20% yoy. Giá cá giảm chủ yếu do hàng tồn kho ở các nước nhập khẩu vẫn còn nhiều, tình hình lạm phát kéo dài cũng khiến nhu cầu tiêu dùng của người dân sụt giảm.

Giá cá tra xuất khẩu ở các thị trường

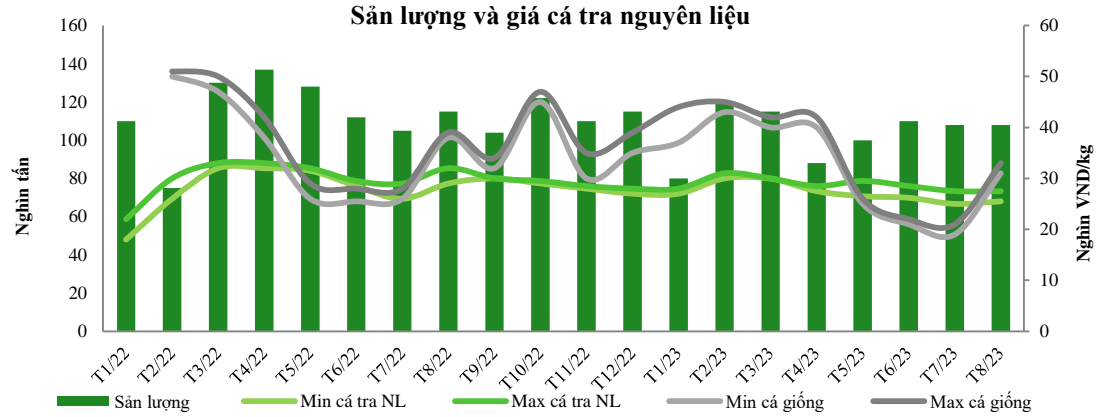


Nguồn: Agromonitor

Sản lượng cá tra nguyên liệu trong tháng 8 đạt 108.000 tấn, không thay đổi nhiều so với các tháng trong quý, giá cá tra nguyên liệu vẫn tiếp tục đi ngang ở vùng giá thấp từ 25.500-27.500 VND/kg tùy từng loại size. Nguyên nhân là do các doanh nghiệp lớn tập trung bắt ao hệ thống liên kết, ao nuôi gia công và ao nhà, khiến thị trường giao dịch cá nguyên liệu size 800g-1,1kg trở nên trầm lắng. Đối với cá nguyên liệu size lớn (trên 1,3kg), các đơn hàng ký mới tăng nhẹ 5-10% cuối tháng sau một số sự kiện xúc tiến thương mại như Vietfish và Hội chợ thủy sản tại Shang hai, tuy nhiên các nhà máy công ty chưa đẩy hàng tồn kho nhiều, nên nhu cầu sản xuất thêm vẫn chưa được cải thiện đáng kể.

Giá cá giống trong tháng 8 có xu hướng tăng sau khi đã giảm mạnh xuống vùng giá thấp nhất trong tháng 7 (thấp nhất kể từ năm 2022), với tổng mức tăng khoảng 8-10.000 đồng/kg. Sau dịp nghỉ lễ 2/9,

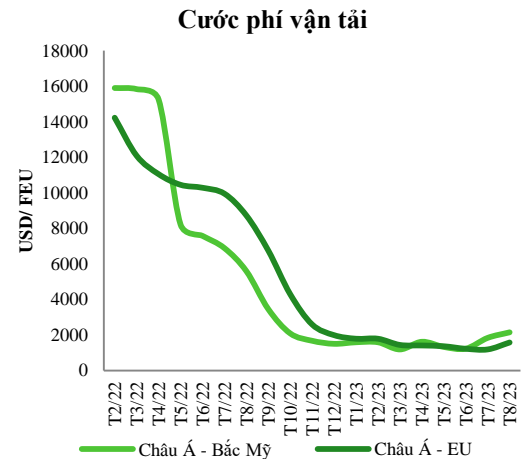
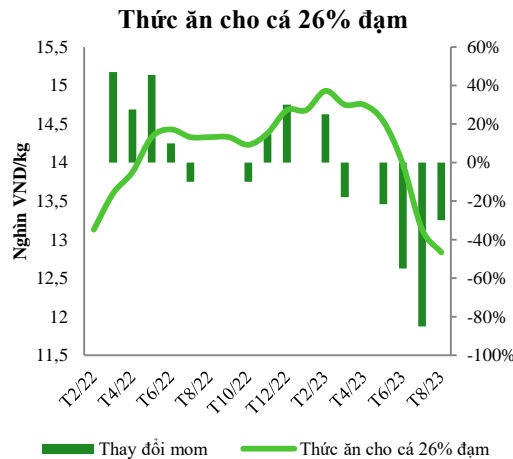
giá cá giống tiếp tục tăng nhẹ từ 2-3.000 đồng/kg đạt mức 31-33.000 đồng/kg. Tuy có những tín hiệu tích cực, nhịp giao dịch trên thị trường nhìn chung vẫn chậm, nhóm hộ nuôi tư nhân hầu như mua giống với số lượng ít và các công ty vẫn duy trì trạng thái mua lai rai.



Nguồn: Agromonitor

Giá thức ăn cho cá vẫn tiếp tục duy trì đà giảm từ 22-85% từ quý 2/2023 do giá ngũ cốc giảm. Các chuyên gia nhận định, giá thức ăn chăn nuôi sẽ tiếp tục giảm cho đến đầu năm 2024, do các nhà nhập khẩu đã tích cực tích trữ ngũ cốc từ đầu năm 2023, trước lo ngại hiện tượng El Nino sẽ ảnh hưởng nặng nề đến vụ mùa. Trong báo cáo mới nhất từ tháng 7/2023, FAO dự báo sản lượng ngũ cốc toàn cầu trong năm 2023 sẽ chậm mức kỷ lục mới 2.819 triệu tấn (+1,1% yoy) nhờ lượng mưa nhiều hơn dự kiến ở một số vùng trồng trọt trọng điểm. Lượng tồn kho ngũ cốc cho vụ 2023/2024 được dự báo đạt mức 878 triệu tấn (+2,3% yoy), do đó nguồn cung dự kiến dồi dào trong năm nay.

Giá cước tàu thủy sau một thời gian dài duy trì đà giảm đã tăng trở lại vào tháng 8, khoảng 17% mom cho tuyến Châu Á-Bắc Mỹ và 33% mom cho tuyến Châu Á-EU. Nguyên nhân là do các dịp lễ Giáng sinh và năm mới bên phương Tây đang đến gần khiến nhu cầu mua sắm tăng cao, khiến hàng hóa cũng được lưu thông nhiều hơn. Dự báo giá cước vận tải vẫn sẽ tiếp tục tăng cho đến hết cuối năm nay để phục vụ cho nhu cầu tiêu dùng tăng cao.



Nguồn: Agromonitor

Triển vọng doanh nghiệp

Hoàn thiện nhà máy FeedOne đã nâng công suất sản xuất thức ăn chăn nuôi đáng kể. Dự án con giống phối hợp với nhà nước không những đảm bảo cung cấp đầu vào cho doanh nghiệp mà còn cải thiện doanh thu từ việc bán ra ngoài

VHC đã hoàn thiện nhà máy thức ăn chăn nuôi thủy sản từ năm 2022, việc mở rộng này giúp Vĩnh Hoàn nâng công suất thêm hơn 50%.

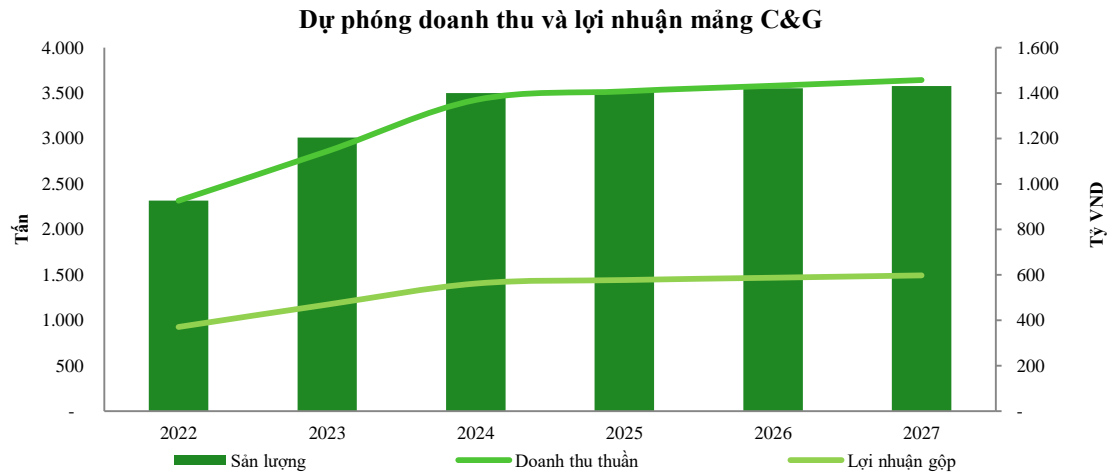
Bên cạnh đó, VHC cũng đang hợp tác với nhà nước để nuôi trồng con giống, dự án bao gồm 3-4 giai đoạn và đang được triển khai được nửa chặng đường. Hiện tại Vĩnh Hoàn đang duy trì tỷ lệ tự nuôi 65% và 45% sẽ mua từ các hộ chăn nuôi bên ngoài khi các đơn hàng tăng đột biến. Đối với cá giống và cá nguyên liệu mua từ bên ngoài, VHC sẽ hỗ trợ bà con trong quy trình chăn nuôi để đảm bảo chất lượng đầu ra, bên cạnh đó doanh nghiệp còn tư vấn và bán thức ăn chăn nuôi của mình.

Nhà máy Thành Ngọc dự kiến sẽ đi vào hoạt động thương mại từ quý 4/2023.

Nhà máy Thành Ngọc với công suất 23.000 tấn thành phẩm/năm đã hoàn thiện. Dự kiến sẽ bắt đầu bán ra thị trường vào quý 4/2023, đem về doanh thu thuần khoảng 87,5 và 350.000 tỷ VND trong năm 2023 và 2024, với lợi nhuận gộp tương ứng là 13 và 52,5 tỷ VND

Dự định mở rộng thêm 1 line C&G vẫn đang đi đúng tiến độ

Dự kiến, việc cải thiện mở rộng nhà máy C&G sẽ được hoàn thiện vào quý 4/2023 hoặc đầu năm 2024. Nâng tổng công suất chế biến C&G lên khoảng 7.000 tấn/năm. Sản phẩm C&G từ cá tra có mức giá rẻ hơn cá hồi và có thể hấp thụ vào cơ thể người tốt hơn do nhiệt độ của cá tra gần với nhiệt độ cơ thể người hơn, nên các sản phẩm C&G từ cá tra có thể sẽ được ưa chuộng hơn trong tương lai. Doanh nghiệp cũng cho biết tốc độ tăng trưởng của thị trường C&G hiện nay trong khoảng 65-75%, nên VHC sẽ có nhiều tiềm năng để mở rộng biên lợi nhuận. Dự báo, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp mảng C&G của VHC sẽ đạt khoảng 1.144 và 469 tỷ VND trong năm 2023.



Nguồn: VCBS dự phóng

Rủi ro

- Tồn kho cá tra ở các nước nhập khẩu vẫn đang ở mức cao khiến nhu cầu nhập khẩu vẫn ảm đạm.
- Lạm phát kéo dài ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng ở các nước nhập khẩu.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với một số giả định chính như sau:

Lãi suất phi rủi ro (Rf)	2,8%	Chi phí nợ (Rd)	4,54%
Phần bù rủi ro thị trường	11,3%	% VCSH	95,11%
Beta	0,87	% Nợ	4,89%
Chi phí VCSH (Re)	12,63%	Thuế suất hiệu quả	13,35%
WACC			12,21%

Dự báo KQKD:

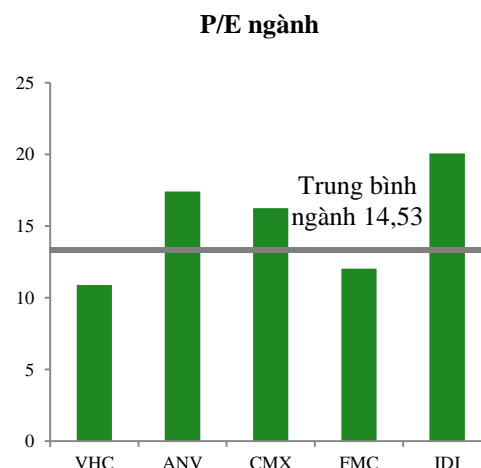
Đơn vị: Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Tổng doanh thu	11.256	11.345	13.213	14.506	15.149
% yoy	-15%	1%	16%	10%	4%
COGS	9.233	8.933	10.390	11.335	11.725
% yoy	-10%	-3%	16%	9%	3%
LNST	1.339	1.408	1.679	1.933	2.133
% yoy	-34%	5%	19%	15%	10%

Chiết khấu theo FCFF:

Đơn vị: tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBIT	1.545	1.625	1.938	2.231	2.461
Khấu hao	427	499,7	573	652	734
Thay đổi vốn lưu động	948	47	(465)	(310)	(139)
Đầu tư TSCĐ	(1.000)	(728)	(729,8)	(788)	(828)
FCFF	1.713	1.227	1.057	1.487	1.900
Giá cổ phiếu VHC	83.733				

Phương pháp so sánh P/E

Tên doanh nghiệp	P/E
VHC	10,89
ANV	17,41
CMX	16,25
FMC	12,04
IDI	20,07
Trung bình ngành	14,53
EPS forward	7.163
Giá cổ phiếu VHC	104.078



Tổng hợp 2 phương pháp

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Định giá
FCFF	80%	83.733
P/E	20%	104.078
Giá cổ phiếu VHC		87.802

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TRUNG LẬP

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cổ phiếu VHC với giá mục tiêu mới là 87.802 đồng/cổ phiếu theo phương pháp FCFF và so sánh hệ số P/E. Dựa trên những luận điểm sau đây:

- (1) Nhu nhập khẩu cá tra sẽ hồi phục nhẹ ở quý 4/2023 khi dịp lễ Giáng sinh và năm mới đến gần. Tuy nhiên, hàng tồn kho bên các nước phương Tây có thể phải đợi đến hết nửa đầu năm 2024 mới xử lý xong.
- (2) Lạm phát tăng cao ở các nước phương Tây kéo dài ảnh hưởng đến nhu cầu nhập khẩu.
- (3) Giá cá giống, cá nguyên liệu và thức ăn chăn nuôi duy trì xu hướng giảm.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

ldquang@vcbs.com.vn

Phạm Thu Hường

Chuyên viên Phân tích Nghiên cứu

pthuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>